

永新股份 (002014): 公司良好成长性 抵御经济周期下行 增持 (维持)

造纸包装/塑料制造

当前股价: 8.88 元 6 个月目标价: 12.10 元

报告日期: 2009 年 3 月 5 日

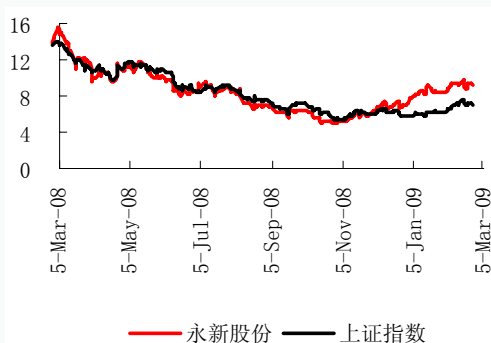
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,219	1,250	1,439	1,768
(+/-)	16.6%	2.5%	15.1%	22.9%
营业利润	83	96	112	136
(+/-)	19.6%	15.7%	16.3%	22.1%
归属于母公司 的净利润	68	77	90	105
(+/-)	26.5%	13.1%	16.8%	17.2%
每股收益 (元)	0.49	0.55	0.65	0.76
市盈率 (倍)	18	16	14	12

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通 A 股(万股)	13,920/13,835
流通市值 (亿元)	12.29
每股净资产 (元)	4.42
资产负债率 (%)	30.85

股价表现 (最近一年)



联系人: 天相造纸包装组

010-66045541 gongxs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点:

- 原材料价格大幅回落, 下游需求较为刚性;
- 股权激励逐步落实, 提高管理层经营好公司的动力;
- 为实现全国范围内战略布局的规划, 公司的外延式扩张值得期待;

投资要点:

- **石化原材料价格回落, 下游需求较为刚性:** 公司是我国塑料软包装行业内的龙头企业之一, 受益于上游石化原材料价格的大幅回落; 同时, 公司的下游客户主要集中在食品、洗涤用品、药品等行业, 下游行业具有一定的抵御经济周期下行的能力, 客户对塑料包装的需求较为刚性, 因此, 公司具有良好的发展前景。
- **股权激励逐步落实, 提高管理层经营好公司的动力:** 公司股票期权激励已在08年2月第一次行权, 同时, 公司08年的业绩也符合激励方案的实施条件, 第二次行权将在今年下半年内展开, 我们认为股权激励的逐步落实, 将有助于提高公司管理层经营好公司的动力。
- **外延式扩张值得期待, 股息率较高提升投资价值:** 2004年12月对广州永新的收购, 以及2006年12月对河北永新的收购, 为公司盈利能力的持续提升提供了充足的动力, 公司未来通过收购, 布局西南地区的战略规划值得我们期待; 此外, 公司历年都保持着高比例的分红, 在弱市中, 较高的股息率将提升公司的投资价值。
- **维持“增持”评级:** 我们预计公司2009-2011年的EPS分别为0.55元、0.65元和0.76元, 目前股价对应的动态PE分别为16倍、14倍和12倍, 考虑到公司良好的成长性和抵御经济周期下行的能力、以及目前具备估值上的优势, 我们维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** (1) 我国宏观经济下滑幅度超过预期, 未能实现“保八”目标, 给公司盈利能力造成一定的负面冲击; (2) 上游石化原材料价格大幅上涨或剧烈波动的风险; (3) 资本市场系统性风险。

正文目录

1. 塑料包装行业概况	4
1.1 塑料包装行业发展前景	4
1.2 行业内竞争状况	4
1.3 行业产业链分析	4
2. 公司分析	6
2.1 塑料软包装行业龙头企业	6
2.2 主营产品快速增长	6
2.3 财务数据分析	7
2.4 公司未来看点	10
3. 盈利预测及投资评级	17
3.1 盈利预测	17
3.2 估值和投资评级	18
4. 风险提示	20
4.1 宏观经济下滑超预期	20
4.2 原材料价格大幅上涨或剧烈波动	20
4.3 资本市场的系统性风险	20

图 表 目 录

图表 1: 综合经济指标排名前五家公司明细	4
图表 2: 塑料软包装行业上下游产业链	5
图表 3: 塑料软包装下游行业分布情况	5
图表 4: 公司股权结构示意图	6
图表 5: 公司 08 年各项产品销售收入和毛利占比	7
图表 6: 彩印复合包装材料收入、毛利占比及收入增速比较	7
图表 7: 公司 05-08 年收入增速与广州永新收入增速 (右)	8
图表 8: 国际原油期货价格走势与公司 05-08 年毛利率比较	9
图表 9: 公司毛利率、期间费用率比较以及公司财务费用项目分析	9
图表 10: 公司经营现金流、净资产以及公司资产负债率和速动比率	10
图表 11: 长三角地区 PP、LLDPE 06 年以来价格走势	11
图表 12: 股权激励行权对象及行权数量一览	12
图表 13: 08 年公司部分财务指标	12
图表 14: 广州永新 05-08 年收入和净利润水平	13
图表 15: 广州永新收入、净利润对永新股份的贡献比率	13
图表 16: 河北永新 07-08 年销售收入、净利润	14
图表 17: 08 年广州永新、河北永新销售收入、净利润占比	14
图表 18: 内涵式收入与公司整体收入增速比较	14
图表 19: 内涵式净利润与公司整体净利润增速比较	15
图表 20: 公司战略规划示意图	15
图表 21: 公司历年战略规划摘要	16
图表 22: 控股股东黄山永佳集团股权结构明细	16
图表 23: 公司 05-08 年净利润、现金分红以及股息率比较	17
图表 24: 永新股份盈利预测表	18
图表 25: 塑料包装行业个股 PE 估值比较	19
图表 26: 塑料包装行业个股 PS 估值比较	19

1. 塑料包装行业概况

1.1 塑料包装行业发展前景

伴随着塑料制品在食品、饮料、工业品和日用品等包装中得到越来越广泛的应用，塑料包装行业增长十分迅速。世界包装组织认为，随着人们生活水平的提高，对商品的包装要求也将越来越高，不仅要求美观、经济、实用，而且需要符合环保条件，这些将给包装工业带来更大的发展空间。在 04 年，世界包装市场规模达到 4590 亿美元，据英国伦敦 Pira 国际公司预测，全球软包装市场每年将以 5% 的速度上升，预计在 2010 年达到约 1600 万吨，其中，欧洲增速预计为 4.2%，美国为 3.1%，而我国的增速将达到 9.2%。

我国包装工业总产值已超过 4000 亿元，绝对额规模巨大，但是从相对数据来看，其仅占我国国民生产总值的 2% 左右，远低于 7% 的世界平均水平，因此，作为世界上潜力最大的工业和消费品市场国家，我国的包装工业将有很大的发展空间。

在整个包装工业中，塑料软包装制品作为轻型包装的主体，正以其优良的综合性能，合理的价格而不断取代其他包装，目前已经成为包装业中发展最快的细分行业，在过去的十年中，我国塑料包装行业快速增长，产量的平均年增速超过 11%。

1.2 行业内竞争状况

由于塑料软包装行业进入门槛相对较低，我国从事塑料软包装生产的企业超过 1 万家，但这些企业大多规模较小，存在产品同质化、产能过剩、竞争力不强等问题。在塑料包装行业中，规模较大的企业主要有永新股份、江苏彩华、上海紫江、大连大富、北京德宝商三等。根据中国包装联合会塑料制品包装委员会提供的资料，2005 年行业内综合经济指标排名前五名的公司名单及具体状况如下：

图表 1：综合经济指标排名前五家公司明细

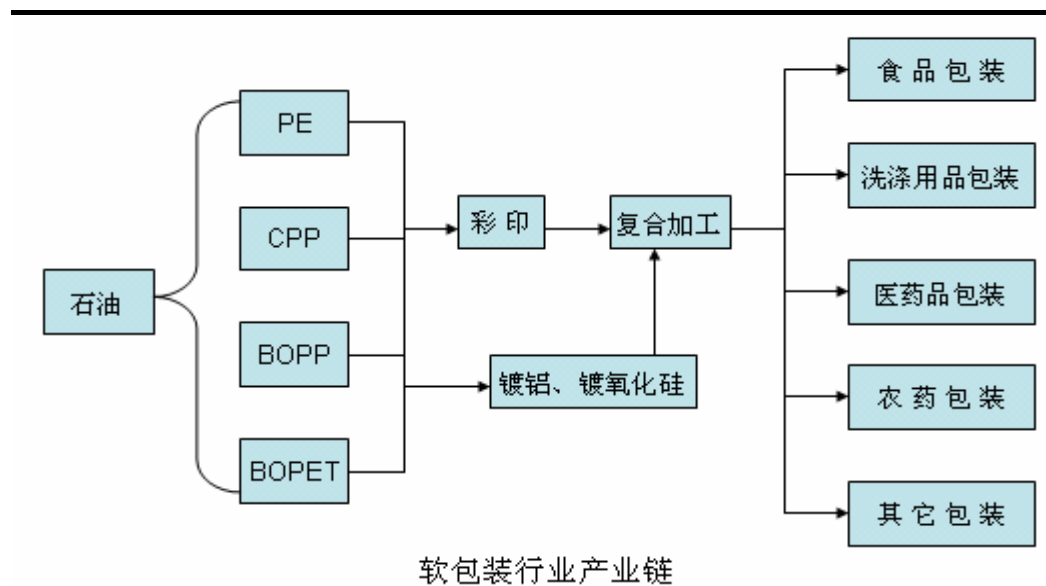
公司名称	市场占有率 (%)	销售额 (万)	生产能力 (吨)	实际产量 (吨)	利税总额 (万)
永新股份	3.5	71,465	30,000	29,079	7,468
江苏彩华	2.8	57,120	25,000	24,000	6,070
上海紫江	2.3	47,600	22,000	20,000	4,800
大连大富	2.1	42,840	20,000	18,000	4,300
北京德宝商三	1.8	35,700	17,000	15,000	3,700

资料来源：公司增发招股说明书 天相投顾整理

1.3 行业产业链分析

塑料软包装行业的上游主要是聚乙烯薄膜 (HDPE 和 LDPE)、流延聚丙烯薄膜 (CPP)、双向拉伸聚丙烯薄膜 (BOPP)、双向拉伸聚酯薄膜 (BOPET) 等和石油紧密相关的原材料行业；下游则主要是食品加工业、医药用品、洗涤用品和农药等行业。

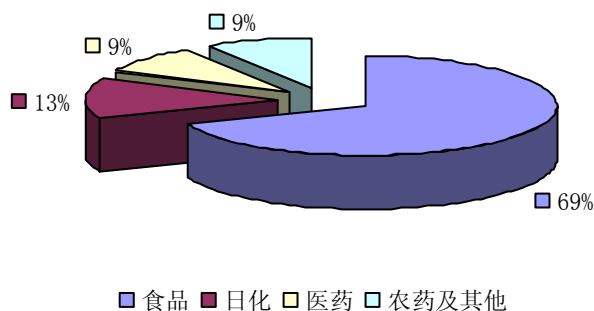
图表 2：塑料软包装行业上下游产业链



资料来源：公司增发招股说明书 天相投顾整理

由于塑料包装产品轻便、鲜艳、形式多变、功能性强等特征，因此其成为各个行业商品包装的首选。尤其在与生活密切相关的食品、日用品、医药、农药等行业，每年对软包装都有着巨大的需求量。下图是 2005 年塑料软包装下游分布情况：

图表 3：塑料软包装下游行业分布情况



资料来源：公司增发招股说明书 天相投顾整理

食品工业对软包装需求的快速增长，一方面是因为我国食品工业近年来一直保持持续、稳定的发展；另一方面，乳制品、鲜货、宠物食品、肉类、快餐等产品市场快速成长推动了食品软包装市场的不断扩大，食品行业中的乳制品、冷冻食品、肉禽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速也高达 15%；

另一个拥有巨大发展潜力的应用方向是医药行业，由于塑料作为包装材料具有强度高、阻隔性好、质轻携带方便、透明等许多优良特性，从而成为现代医药包装的主要材料。2006 年全国药品包装行业年产值已经达到 150 亿元左右，年增速超过 10%。

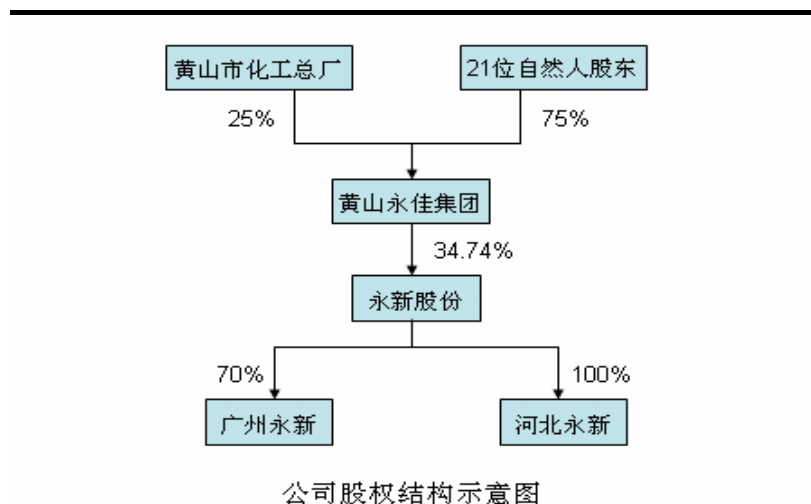
2. 公司分析

2.1 塑料软包装行业龙头企业

公司是我国塑料软包装行业的龙头企业之一，其核心产品为彩印复合包装材料、真空镀铝包装材料、塑料软包装薄膜。05 年中国包装联合会塑料制品包装委员会的数据显示，公司的市场占有率为 3.5%，位居行业首位。

公司的控股股东为黄山永佳(集团)有限公司，截止 2008 年 12 月 31 日，永佳集团持有公司 4836.49 万股，占公司总股本的 34.74%。永佳集团主要业务为实业投资，其全部的利润来源均为投资收益，目前其注册资本为 8000 万元，法定代表人为江继忠（现公司董事长），永佳集团成立与 1998 年 2 月 11 日，由黄山市化工总厂以其持有的全部经营性资产与 21 位自然人出资成立。目前，公司的股权结构图如下所示：

图表 4：公司股权结构示意图



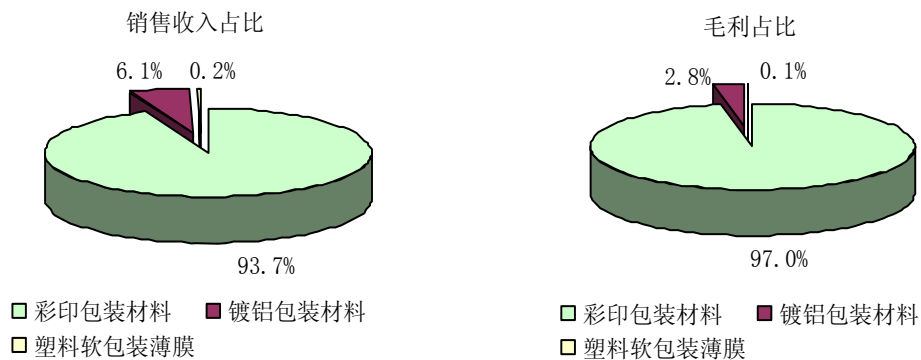
资料来源：公司报表 天相投顾整理

2.2 主营产品快速增长

公司主要从事彩印复合包装材料、真空镀铝包装材料、塑料软包装薄膜的生产与销售，其中彩印复合包装材料主要用于食品包装、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 5：公司 08 年各项产品销售收入和毛利占比

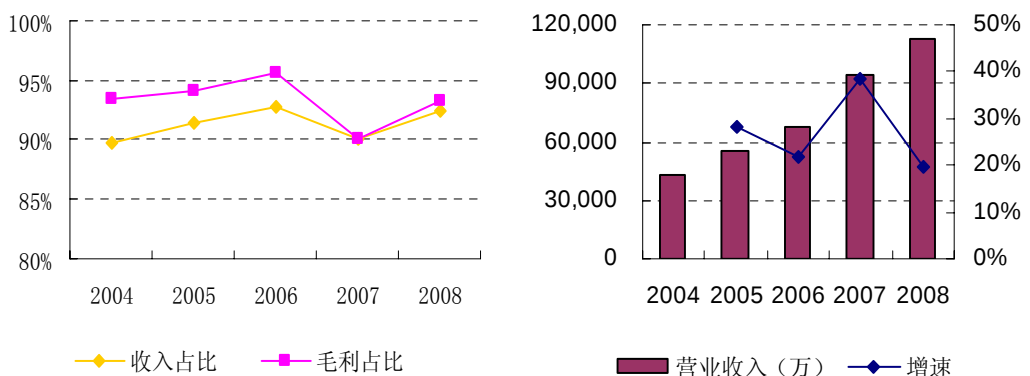


资料来源：公司报表 天相投顾整理

在公司涉及到的三项业务当中，彩印复合包装材料的收入以及毛利对公司总的销售收入和毛利贡献了绝对的占比，据公司 08 年年报显示，彩印复合包装材料收入和毛利占公司总销售收入、毛利的比值分别达到 93.70% 和 97.00%。彩印复合包装材料的收入、毛利占比之所以会出现如此高的原因主要是公司生产的彩印包装材料全部用于对外销售；真空镀铝材料部分用于彩印包装材料的生产，部分对外销售；而塑料软包装薄膜基本上都用于彩印材料的生产，对外销售占比很小。

公司主营产品彩印复合包装材料近年来收入、毛利的占比均在 90% 以上，并且有进一步上升的趋势。同时，彩印复合包装材料销售收入的绝对值也呈现出快速增长之势，在 2004-2008 年期间，公司彩印包装材料销售收入的复合增长率达到了 26.83%。

图表 6：彩印复合包装材料收入、毛利占比及收入增速比较



资料来源：公司报表 天相投顾整理

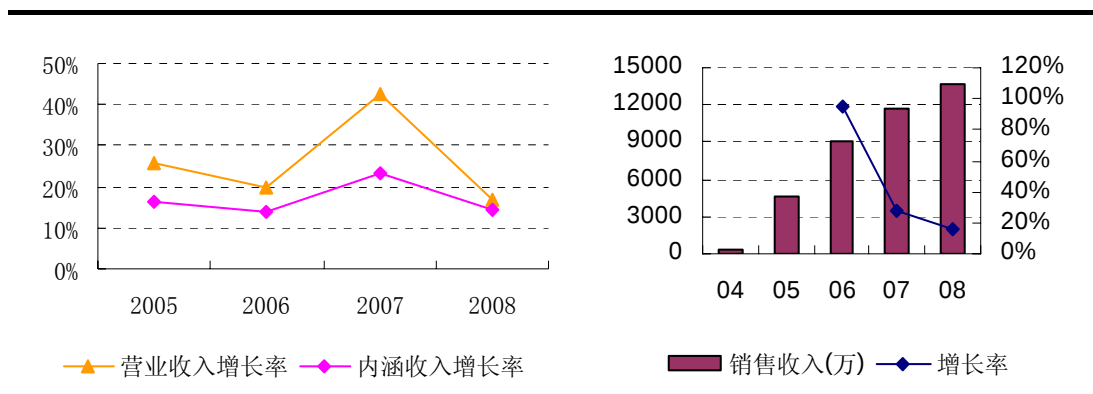
2.3 财务数据分析

2.3.1 公司具有良好成长性

近年来，公司下游日用品、食品等消费类企业及医药企业发展迅速，从而带动整个塑料软包装行业的较快增长，作为行业的龙头企业之一，公司营业收入增速高于行

业平均水平，在 2004-2008 年期间，公司营业收入的复合增长率达到 25.92%，扣除外延式扩张带来的增长效应，在此期间，公司营业收入的内涵复合增长率为 16.82%。在左图中，08 年销售收入增速为 16.63%，大幅小于 07 年 42.68% 的增速，主要原因是在 07 年时，公司将河北永新纳入合并报表范畴，使得 07 年整体销售收入快速增长，同时，07 年销售收入基数的增大也使得 08 年收入增速有所回落；另外，08 年 9 月以来金融危机的大规模爆发以及奶粉行业的“三聚氰胺”事件均给公司的经营带来了一定的负面冲击。

图表 7：公司 05-08 年收入增速与广州永新收入增速（右）



资料来源：公司报表 天相投顾整理

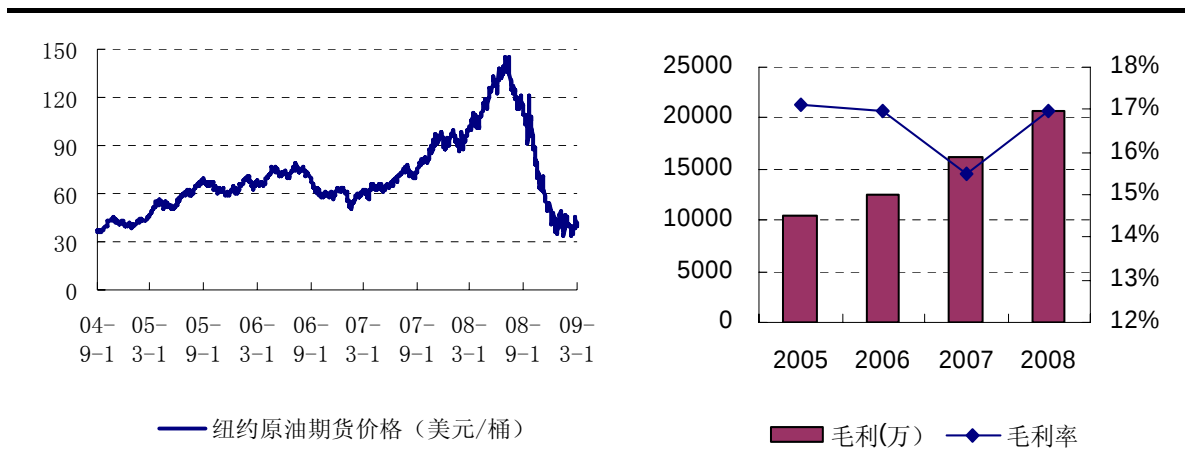
在上面的右图中，展示了公司自收购广州永新（2004 年 12 月）70% 股权以来，其销售收入的增长情况。在公司收购广州永新的 2004 年里，其销售收入仅为 343 万元，收购完成后，通过对广州永新在公司治理机制、技术、品牌等方面的输入，使得其销售收入在 05、06 年里实现了爆发式的增长，05、06 年的销售收入分别达到 4,679 万和 9,145 万，对应增速分别为 1264.63% 和 95.42%。在 07、08 年，广州永新开始实现平稳较快增长。通过外延式的扩张，使得公司整体销售收入规模上升到了一个新的台阶，增强了公司的综合竞争实力；同时，外延式扩张也成为公司净利润新的增长点，我们将在后面“公司未来看点”中给予详细地分析。

2.3.2 毛利率保持平稳 期间费用率控制合理

公司属于塑料软包装制造企业，其主要原材料 BOPP、PE、CPP 膜以及 PE、PP 粒料等均为石化衍生物，受原油价格波动影响较大，05 年 1 月-08 年 6 月，原油价格由 40 美元/桶上涨到 140 美元/桶，而在此期间，公司的原材料价格也跟随着原油期货价格的上涨而大幅上升，但公司通过优化产品结构，加强成本控制等方式，较为成功地应对了原材料价格上涨给公司盈利能力带来的负面冲击（见图表 8）。

在 05-08 年期间，公司的毛利率维持在 17% 左右（07 年由于在 06 年底收购的河北永新刚纳入合并报表范畴，其对公司整体的毛利率有一定的降低效应），显示出即使在面对原材料价格大幅上升的情况下，公司的整体盈利能力也未受到大的冲击，公司仍然保持了较高的毛利率水平。

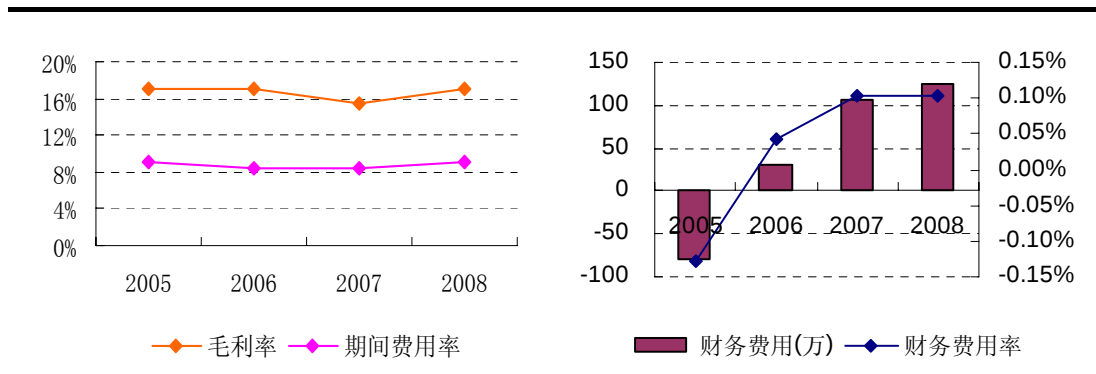
图表 8：国际原油期货价格走势与公司 05-08 年毛利率比较



资料来源：Bloomberg 公司报表 天相投顾整理

在公司盈利能力较为稳定的情形下，公司在 05-08 年里的期间费用率维持在 8.50%-9.00%之间，显示出公司的期间费用率控制合理，其对公司业绩的持续增长具有积极的效应。同时，从细分项目来看，公司的财务费用虽然在此期间有一定的增长，但是通过财务费用率来考察，在这 4 年中，财务费用率在最高的年份时也仅为 0.10%，这从一个侧面也反应出公司的财务状况很是健康，基本上不存在财务压力。

图表 9：公司毛利率、期间费用率比较以及公司财务费用项目分析



资料来源：公司报表 天相投顾整理

2.3.3 公司财务压力小，偿债能力强

在上面分析公司期间费用率时，我们曾通过对公司财务费用率这一指标的分析，得出公司基本上不存在财务压力，而在此，我们准备通过对公司经营现金流、净资产以及公司资产负债率、速动比率等指标的系统性分析来进一步揭示公司当前良好的财务状况。

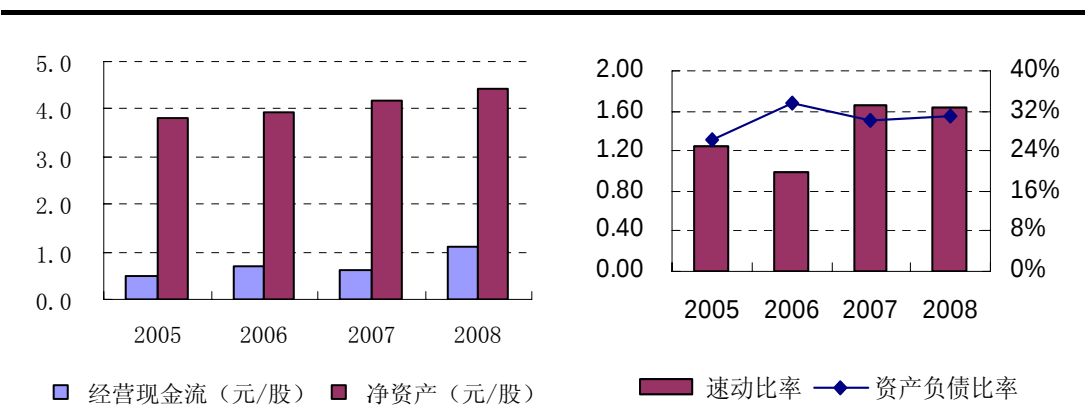
从下图（左）中，我们可以看出公司的净资产在逐年提升，公司每股净资产由 05 年底的 3.81 元/股上升到 08 年底的 4.42 元/股，在此期间，公司的总股本也由 05 年的 9,340 万股上升到 13,920 万股，公司净资产在 06-08 年里增幅高达 72.90%。

在许多行业都遭受到金融危机深幅冲击，面临现金流紧张的 2008 年，公司通过

快速消化库存，加大货款回笼力度，使得经营现金流量较 07 年同期大幅增加 80.09%，这也从一个侧面反映出公司管理层在金融危机面前有着较强的应对能力。此外，公司 07、08 年的资产负债率维持在 30% 附近，速动比率均超过了 1.60，反映出公司具有较强的长短期偿债能力。

因此，我们认为公司基本上不存在财务压力，公司的财务状况良好。

图表 10：公司经营现金流、净资产以及公司资产负债率和速动比率



资料来源：公司报表 天相投顾整理

2.4 公司未来看点

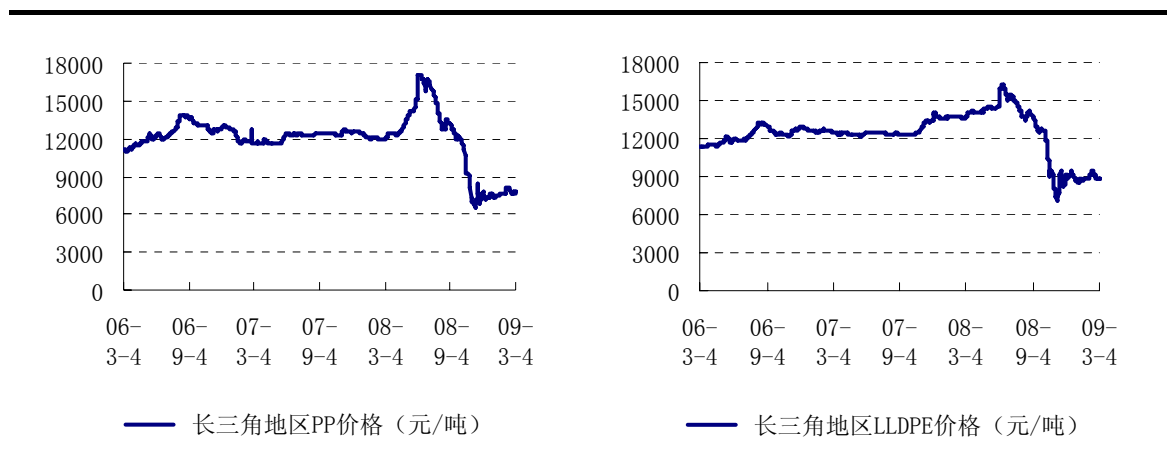
2.4.1 石油价格大幅下挫，缓解公司成本压力

公司为塑料软包装制造企业，日常生产所需的原材料主要是 BOPP 膜、PE 膜及粒料、CPP 膜及 PP 粒料等，上述原材料在生产成本中所占的比例超过了 50%。

受金融危机冲击，以及人们对全球经济增速放缓的预期，国际原油期货价格大幅下挫，由 08 年 7 月份最高的 140 美元/桶下降到目前的 40 美元/桶附近，跌幅高达 70% 以上。伴随着国际石油价格的大幅下跌，公司主要石化原材料聚乙烯 (PE)、聚丙烯 (PP)、油墨等价格都出现了大幅的下降，长三角地区的 PP 价格由 08 年 6 月份的最高 17000 元/吨下跌到目前的 7500 元/吨左右，而 LLDPE 也由 08 年 6 月份的 16000 元/吨下降到目前的 9000 元/吨附近，原材料价格的大幅下降将有助于缓解公司的成本压力。

据年报数据显示，公司在 08 年底的库存为 1.07 亿，较 07 年同比下降 20.74%，总库存占 08 年销售收入的比重仅为 8.78%；从库存结构来看，其中原材料库存账面成本为 4812 万元，占比在 45% 左右，其余 55% 为产成品和半成品，由于公司主要采取的是“以销定产”策略，公司的所有产成品库存均有销售订单相对应，故而产成品及在产品的价值相对确定；因此，公司大额计提存货减值损失的风险较小，同时，由于原材料库存绝对额不大，在原材料价格处于大幅下降过程中时，公司也能在较快的时间里享受到原材料成本下降所带来的正面效应。

图表 11：长三角地区 PP、LLDPE 06 年以来价格走势



资料来源：化工在线 天相投顾整理

2.4.2 下游需求较为刚性，受宏观经济增速放缓影响较小

公司彩印复合包装材料主要应用于食品、洗涤用品、日用品、医药品、农药等行业，其中食品类包装和洗涤类包装（快速消费类包装）所占比重较大，其销售收入超过公司主营业务收入的 80%以上。由于下游行业受经济增速放缓的影响相对其它周期性行业而言较小，因此，我国宏观经济景气度下降对公司盈利方面产生的负面冲击将较小。

另外，公司通过实施“借名牌打品牌”营销策略，扩大了品牌效应，公司的客户包括统一食品、伊利股份、贝因美、洽洽食品、喜之郎果冻等知名食品企业，也包括百事、意大利不凡帝、美国通用磨坊、多美兹、卡夫等国际知名食品类公司；在洗涤用品包装方面，公司的客户包括宝洁、纳爱斯、立白、南风化工等国内外龙头企业；医药包装客户则包括神威药业、三九医药、云南滇虹、湖北广济、修正药业、双鹤药业等大企业。鉴于公司下游客户基本上都属于行业内的龙头企业，拥有很强的品牌影响力以及综合竞争实力，我们认为这必将增强公司抵御经济周期下行的能力。

2.4.3 公司股权激励逐步落实，有助于提升管理层经营好公司的动力

公司于 2006 年 8 月通过股权激励方案，该激励计划包括首期限限制性股票激励计划和首期股票期权激励计划两部分。其中，限制性股票激励计划是指在满足激励计划规定的授予条件下，按考核年度净利润净增加额的一定比例提取激励基金（税后利润中支出），并自公告日起三个月内从二级市场购入本公司股票，在限制性股票获取完毕后一个月内以非交易过户方式将回购的股份无偿奖励给激励对象；股票期权激励计划则指公司授予激励对象 400 万份股票期权，每份股票期权拥有在计划有效期内的可行权日按照预先确定的行权价格购买 1 股公司股票的权利；股票来源为公司向激励对象定向发行 400 万股公司股票；有效期为自股票期权授权日起的六年时间。

在 2008 年 2 月 28 日，公司激励对象实施股权激励计划之股票期权的第一次行权，共计 158.4 万份股票期权，其行权价格为 5.23 元/股。2008 年 3 月 17 日，公司回购股票 53,500 股，占公司总股数的 0.04%，使用资金 77.36 万元，并于 3 月 20 日完成过户登记，该部分股票锁定一年。

图表 12：股权激励行权对象及行权数量一览

姓 名	职 务	行权数量 (股)	行权数量占总 股本比例	行权数量占此次 行权总量比例
江继忠	董事长	158,400	0.11%	10.00%
鲍祖本	副董事长\总经理	142,560	0.10%	9.00%
方 洲	董事\董事会秘书	110,880	0.08%	7.00%
叶大青	常务副总经理	110,880	0.08%	7.00%
方秀华	副总经理\财务负责人	110,880	0.08%	7.00%
江天宝	职工监事	55,440	0.04%	3.50%
许善军	职工监事	55,440	0.04%	3.50%
胡佛顺	职工监事	55,440	0.04%	3.50%
	其他中层管理人员	784,080	0.57%	49.50%
	合 计	1,584,000	1.14%	100.00%

资料来源：公司 08 年中报 天相投顾整理

公司实施股权激励,能有效地调动公司管理层和重要骨干员工的积极性以及有助于提高其经营好公司的动力;同时,也能吸引和保留优秀管理人才和业务骨干,这将有利于公司业绩实现长期平稳较快地增长。另外,虽然股权激励所涉及到的绝对额不是很大,但是由于公司本部所在地为安徽黄山,其当地的消费水平要低于北京、上海等一线城市,因此,我们认为公司的股权激励方案可以起到很好的效用;同时公司股权激励的另一个亮点则在于该方案的覆盖面较广,所涉及到的人员较多,纳入激励方案的人数占公司总员工人数的 7%-9%左右,有效地覆盖率将会促进该方案达到更好地激励效果。

08 年年报显示,公司的财务指标第二次满足激励方案所设定的目标要求,因此,公司将会在 09 年下半年推出第二次限制性股票激励和股票期权激励计划。

图表 13：08 年公司部分财务指标

归属于上市公司股东的净利润增长率	26.46%	满足
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率	41.38%	满足
加权平均净资产收益率	11.48%	满足
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率	11.60%	满足

资料来源：公司 08 年年报 天相投顾整理

2.4.4 外延式扩张值得期待

成功案例一：2004 年 12 月收购广州合群包装 70%股权

广州合群包装有限公司成立于 2002 年 12 月,于 2004 年 7 月正式投产,其股权结构为:林楚群持股 52.08%,林锐新持股 47.92%(二人为父子关系),截止 2003 年 12 月 31 日,广州合群的资产总计 10,403,898 元,负债合计 7,612,524 元,净资产 2,791,374 元。公司于 2004 年 12 月收购了广州市合群包装有限公司 70%的股权(林楚群所持股权 52.08%以及林锐新 17.92%股权),楚嘉利(香港)实业有限公司(法定代表人为林楚群,主营业务为投资和贸易)则受让广州合群剩余 30%股权。收购完成

同时，公司出资 1548 万元与楚嘉利（香港）按同比例对该公司进行增资，增资完成后，原广州市合群包装有限公司变更设立为外商投资企业，名称变更为广州永新包装有限公司，注册资本 2500 万元人民币，主要从事塑料彩印复合软包装材料的生产和销售。

收购、增资完成后，广州永新经过 2005 年一年的整合与市场培育，于 06 年步入了正常运行状态，其发展速度迅猛，06 年销售收入同比增长了 95.45%，净利润则由 05 年的-89 万增长到 712 万元。06-08 年，广州永新销售收入实现较快增长，复合增长率到达 21.95%，净利润也维持在较高水平（08 年由于公司设备维修率较高、季节产能不足，因此出现净利润小幅下降 8.11%）。

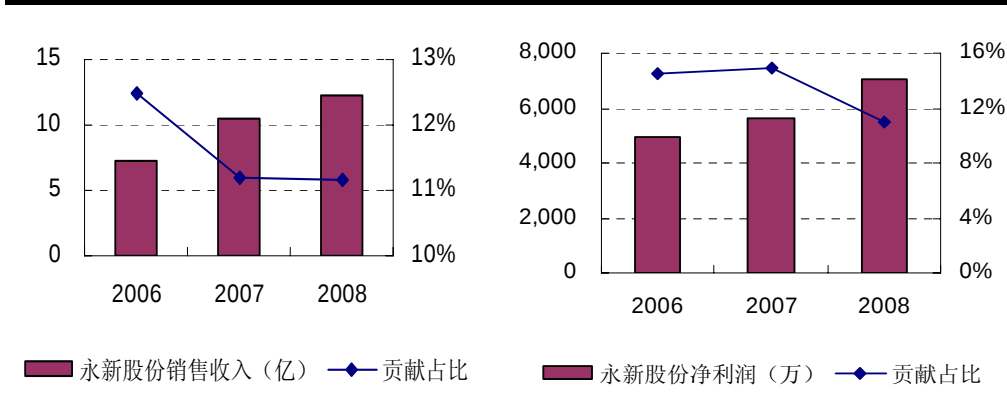
图表 14：广州永新 05-08 年收入和净利润水平

广州永新	2005	2006	2007	2008
销售收入(万)	4,679	9,145	11,714	13,601
净利润(万)	-89	712	838	770

资料来源：公司报表 天相投顾整理

通过收购广州永新，加强了公司在南方地区生产基地与销售网络的建设，同时公司在降低运输成本的基础上，还提高了对客户的服务效率和服务质量。此外，06-08 年期间，广州永新为公司业绩的增长做出了较大的贡献（见下图）。

图表 15：广州永新收入、净利润对永新股份的贡献比率



资料来源：公司报表 天相投顾整理

成功案例二：2006 年 12 月收购河北埃卡包装 100%股权

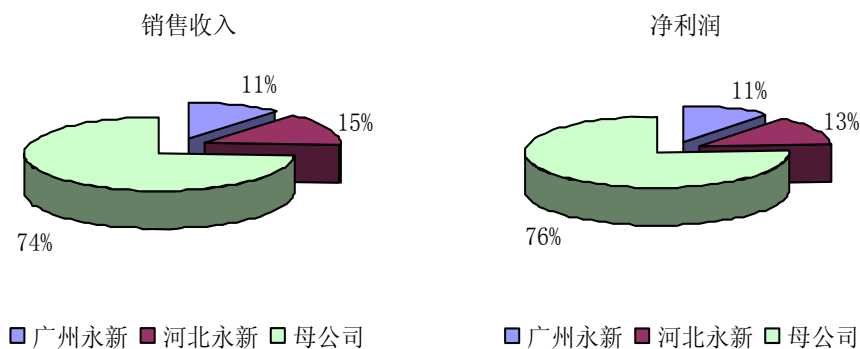
公司于 2006 年 12 月在河北设立全资子公司河北埃卡永新有限公司，由其以 3000 万元的价格收购河北埃卡包装材料集团有限公司与生产相关的经营性资产，包括土地、厂房、设备及办公设备等，收购完成后河北埃卡（现河北永新）成为公司全资子公司。河北永新主要从事新型彩印复合软包装材料的生产与销售，收购后的第一年，为了规范运作，提升管理水平，河北永新在设备更新、规范制度流程、人员培训考核以及新产品试制及研发方面支付的成本费用较高，从而导致了河北永新在 07 年的净利润为-6 万元。经过 1 年的整合，河北永新取得了高速的发展，其 08 年销售收入同比增长 31.56%，净利润水平则达到 927 万，占永新股份公司净利润的 13.18%。

图表 16: 河北永新 07-08 年销售收入、净利润

河北永新	2007	2008
销售收入(万)	13,683	18,001
净利润(万)	-6	927

资料来源: 公司报表 天相投顾整理

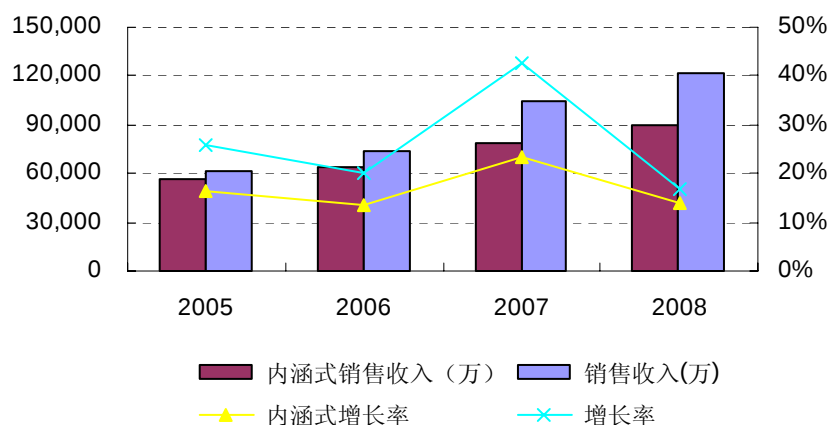
图表 17: 08 年广州永新、河北永新销售收入、净利润占比



资料来源: 公司报表 天相投顾整理

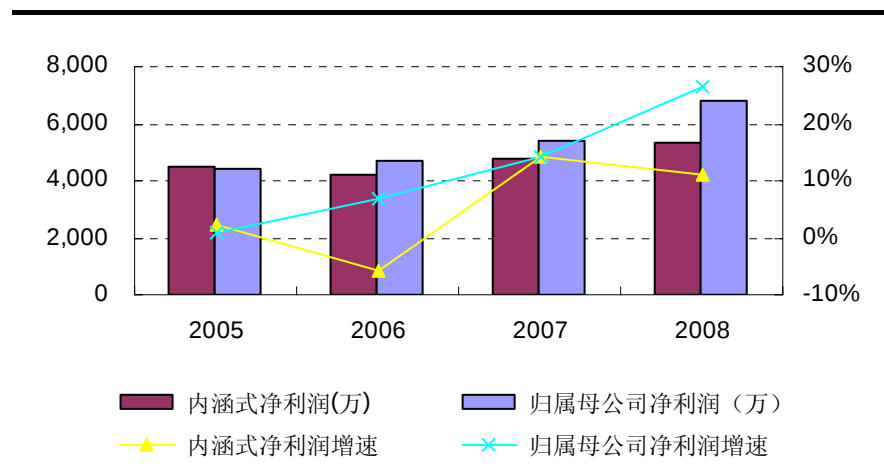
公司 08 年年报数据显示, 广州永新、河北永新对公司销售收入的贡献度分别达到 11% 和 15%, 净利润的贡献度也达到 11% 和 13%; 而通过内涵式收入与公司整体收入增速比较, 以及内涵式净利润与公司整体净利润增速的比较, 我们足以可见, 公司通过外延式的扩张, 为其业绩的持续增长提供了长远的动力。

图表 18: 内涵式收入与公司整体收入增速比较



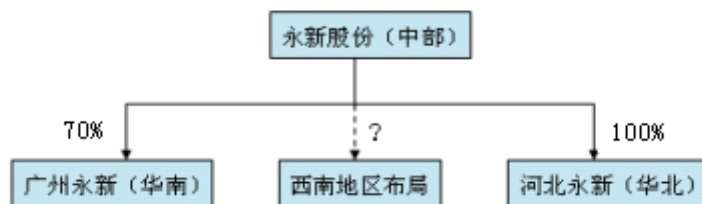
资料来源: 公司报表 天相投顾整理

图表 19：内涵式净利润与公司整体净利润增速比较



资料来源：公司报表 天相投顾整理

图表 20：公司战略规划示意图



公司战略规划示意图

资料来源：公司报表 天相投顾整理

后续展望：

鉴于公司拥有两次成功的并购案例，我们有理由相信公司管理层在外延式扩张方面有着很好的驾驭能力。为了实现其全国性的战略布局，公司未来继续实施收购战略的概率较大，并且，我们认为公司外延式扩张的重心将集中在西南地区，主要有以下几方面的依据：(1)、目前展开并购，具备较好的时机：受次贷危机影响，欧美、日本等发达国家先后陷入经济衰退，我国宏观经济增速也面临硬着陆的风险，包装行业内的部分公司受到了较大的负面冲击，再考虑到目前我国软包装行业的市场集中度仍很低，这就为龙头企业通过并购，进行行业整合提供了一个较好的时机；(2)、公司的现金流较为充裕；(3)、公司有在西南地区布局的意愿（见下表）。

图表 21：公司历年战略规划摘要

事项	来源	时间
“西南地区战略布局，预计需要资金1 亿元”-公司对未来五年的战略安排之一；“选择合适时机进行其他收购活动，预计投资5000万元”-未来3-5 年，公司拟进行的项目之一	增发招股书	2007-7-13
把握机遇，适时推进全国战略布点的实施，以巩固公司的行业地位，提升公司综合实力	07年年报	2008-2-2
行业分布仍主要集中在沿海经济发达的珠三角和长三角，而国家未来的发展主题是中部崛起和西部大开发，包装需求或将随之增长，目前该区域内的企业面临的市场竞争压力也相对较小。	08年年报	2009-1-20

资料来源：公司报表 天相投顾整理

2.4.5 公司持续分红，股息率较高

公司于 2004-7-8 日于深圳中小板上市，自上市以来，公司保持了历年的持续分红，05-07 年期间，公司的现金分红比率维持在 80%左右，为沪深两市上市公司中少有的高分红个股；即使在遭受金融危机影响，对未来行业景气度保持一种较为谨慎态度的 08 年，公司的现金分红比率也达到了 50%以上，因此，从公司历史分红记录来看，我们有理由相信公司的高比例分红将会得以延续。

此外，我们认为公司持续高比例分红一方面与公司长期平稳、较快增长的盈利相关，另一方面与公司控股股东黄山永佳集团的股权结构和业务性质相关。永佳集团目前的股权结构为黄山市化工总厂持有 25%，其他 21 位自然人合计持有余下 75%的股权；同时，集团的主要业务为实业投资，其利润来源为投资收益，以 2006 年例，其主营业务收入为 0 万元，而对应的净利润 3083 万元，其中来自上市公司永新股份的现金分红为 1396 万元，占比高达 45.27%，因此，从这一层面来分析，公司的持续高比率分红值得期待。

图表 22：控股股东黄山永佳集团股权结构明细

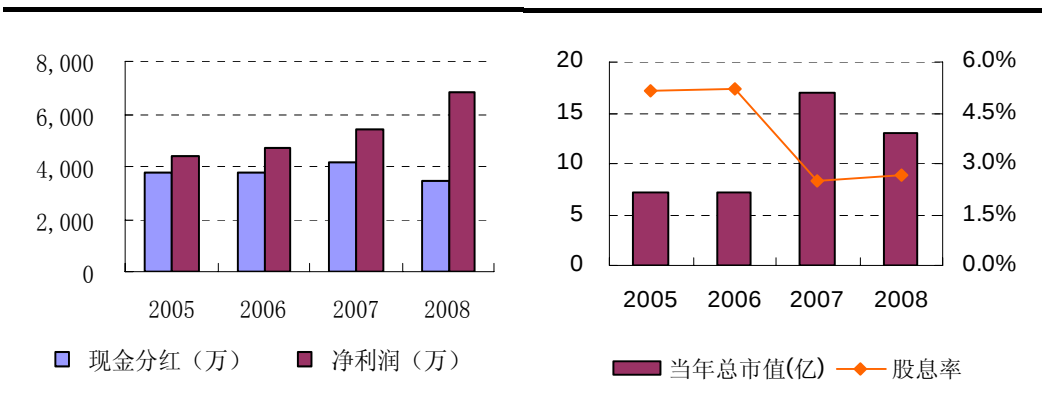
股东方名称	持股比例
黄山市化工总厂	25.00%
孙毅、王平、潘水木	4.30%
苏立功、王锋、钱亚南	3.80%
王治飞、洪海洲、余晴、谢明、王济民、吴云林	3.55%
潘向东、汪萍萍、胡斌、汪智明、胡恩谓、潘延年、余波、谢大章	3.30%
张超言	3.00%
合计	100%

资料来源：增发招股书 天相投顾整理（注：同一行中自然人股东持股比例相同）

由于公司盈利能力较强，同时分红比率也高，因此公司的股息率较高，从下表中我们可以看出，公司 05、06 年的股息率分别为 5.17%和 5.20%，由于 07、08 年公司年平均总市值较 05、06 年有大幅的上升，从而使得股息率下降到 2.47%和 2.66%，但我们相信即使是 2.50%左右的股息率也是有吸引力的，因为目前一年期存款的利率为 2.25%，不排除央行在未来继续下降存款利率的可能。结合对公司 09 年业绩的预期以及历史分红记录的分析，我们保守地估计公司的股息率也将维持在 2.3%-2.5%之间。

在宏观经济充满不确定的状况下，股息率能维持在 2.3%-2.5% 之间的公司理应具有较高的投资价值。

图表 23：公司 05-08 年净利润、现金分红以及股息率比较



资料来源：公司报表 天相投顾整理

3. 盈利预测及投资评级

3.1 盈利预测

盈利预测假设：

(1)、我们假设，公司在 09 年产品的销售均价将出现 10% 左右的降幅，销售量则上升 10%-15% 之间，在两方面因素的综合因素下，公司 09 年的销售收入小幅增长 2.5%，在 2010 年，公司销售收入恢复较快增长；

(2)、虽然公司 09 年产品价格有 10% 左右的下降幅度，但是鉴于原材料价格下降幅度较大，以及河北永新已经处于正常的运行之中，我们假设公司 09 年的毛利率小幅上涨约 0.1 个百分点，2010 年毛利率则维持在 09 年水平附近；

(3)、由于 08 年公司受“三聚氰胺”事件影响，计提了较大金额的坏账准备，其中仅对石家庄三鹿集团就计提了 352 万元的全额坏账准备，在估计 09 年不会再有类似的事件发生的基础上，我们假设公司的资产减值损失为 450 万，较 07 年增幅约为 10%，2010 年则在 470 万左右；

(4)、考虑到公司管理层在做规划时，已经意识到整个 09 年将面临一定外部环境给公司带来的冲击，势必会加强内部管理，因此假设公司 2009-2010 年的期间费用率较 08 年出现小幅下降，分别为 8.98% 和 8.90%。

(5)、母公司被认定为高新技术企业，因而在 09-2010 年享受 15% 的税收优惠；控股 70% 的子公司广州永新为外资企业，09-2010 年的税率为 12.5%；全资子公司河北永新税率为 25%；综合母公司与两子公司的税率以及公司历史的税收情况，我们假设 2009-2010 年公司的实际所得税税率均为 18%。

在以上的假设条件下，我们预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.65 元和 0.76 元。

图表 24：永新股份盈利预测表

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	104,557	121,943	124,991	143,893	176,817
增长率 (%)	42.68%	16.63%	2.50%	15.12%	22.88%
减：营业成本	88,384	101,240	103,670	119,389	146,595
毛利	16,173	20,703	21,322	24,503	30,222
毛利率 (%)	15.47%	16.98%	17.06%	17.03%	17.09%
营业税金及附加	6	67	42	55	71
资产减值损失	402	1,053	450	472	567
销售费用	4,493	5,819	6,005	6,721	8,438
管理费用	4,255	5,130	5,079	5,899	7,262
财务费用	107	125	139	181	244
期间费用率 (%)	8.47%	9.08%	8.98%	8.90%	9.02%
加：投资净收益	33	-144	0	0	0
营业利润	6,943	8,303	9,607	11,175	13,640
营业利润率 (%)	6.64%	6.81%	7.69%	7.77%	7.71%
加：营业外收入	147	305	335	419	516
减：营业外支出	173	186	233	261	313
利润总额	6,917	8,421	9,709	11,334	13,842
减：所得税费用	1,284	1,385	1,748	2,040	2,907
实际税负比率 (%)	18.57%	16.45%	18.00%	18.00%	21.00%
净利润	5,633	7,036	7,962	9,294	10,936
增长率 (%)	14.48%	24.92%	13.16%	16.73%	17.67%
净利润率 (%)	5.39%	5.77%	6.37%	6.46%	6.18%
归属母公司所有者的净利润	5,381	6,805	7,696	8,988	10,538
少数股东损益	252	231	266	306	397
摊薄每股收益 (元)	0.39	0.49	0.55	0.65	0.76

资料来源：公司报表 天相投顾整理

3.2 估值和投资评级

3.2.1 PE 估值

按天相行业划分，在沪深两市主营业务为塑料包装生产与销售的上市公司主要有 5 家（见下表）。由于中达股份 08 年通过转让股权，获得大额的投资收益，从而避免出现亏损，如若扣除非经常性损益，中达股份在 09 年仍将难以扭亏；而*ST 申龙 06、07 年已连续两年亏损，以及 08 年预计将出现大幅亏损，有暂停上市风险，所以我们将这两家公司剔除可比范围。

在余下的永新股份、通产丽星以及大东南三家上市公司中，永新股份对应 09 的动态 PE 为 16 倍，远低于通产丽星 27 倍以及大东南 39 倍的市盈率，公司股价存在一定的低估。

虽然永新股份、通产丽星、大东南均为中小板上市公司，具有一定的可比性，但是鉴于整个塑料包装行业上市公司可比样本太少，难有代表性，因此，我们选取了整个中小板上市公司的加权平均 PE 作为参考对象。我们认为对于整个中小板企业，其

对应 09 年的加权平均 PE 在 20 倍左右较为合理，考虑到永新股份业绩增长的可持续性较强、股权激励的进一步实施以及公司外延式扩张值得期待，我们给予其 10%-15% 的估值溢价，即 09 年的动态 PE 区间为 22-23 倍，对应的股价为 12.10 元—12.65 元之间，较目前股价有 35% 左右的上升空间。

图表 25：塑料包装行业个股 PE 估值比较

代码	名称	2008	2009E	2010E	收盘价（元）	2009PE	2010PE
002014	永新股份	0.49	0.55	0.65	8.88	16	14
002243	通产丽星	0.29	0.31	0.37	8.39	27	23
002263	大东南	0.19	0.26	0.32	10.17	39	32
600074	中达股份	0.15	-0.04	0.06	3.63	-	-
600401	*ST申龙	06-08年连续亏损，面临暂停上市风险			3.05	-	-

资料来源：公司报表 天相投顾整理（注：截止到 2009-3-5 收盘数据）

3.2.2 PS 估值

在可比塑料包装上市公司中，按 PS 估值，公司对应 09 年的 PS 为 0.99 倍，而通产丽星、大东南则分别为 2.05 倍和 1.69 倍，公司也明显具有估值上的优势，鉴于公司的盈利能力较强并且具有良好的可持续性，我们认为给予公司 09 年 1.4 倍-1.5 倍 PS 较为合理，对应的股价在 12.57 元-13.47 元之间。

图表 26：塑料包装行业个股 PS 估值比较

代码	名称	2008	2009E	2010E	总市值	2009PS	2010PS
002014	永新股份	12.19	12.50	14.39	12.36	0.99	0.86
002243	通产丽星	5.71	6.62	8.04	13.53	2.05	1.68
002263	大东南	11.68	14.78	16.97	24.92	1.69	1.47
600074	中达股份	21.64	23.48	28.13	24.00	1.02	0.85
600401	*ST申龙	06-08年连续亏损，面临暂停上市风险			7.87	-	-

资料来源：公司报表 天相投顾整理（注：截止到 2009-3-5 收盘数据）

3.2.3 投资评级

结合 PE 估值与 PS 估值，我们认为公司的估值存在一定的低估，公司的合理股价应该在 12.10 元-13.47 元之间，我们将公司 6 个月内的目标价定为 12.10 元，较 2009-3-5 日收盘价 8.88 元有 35% 左右的上升空间；同时，考虑到公司良好的成长性以及公司每年较高的分红比率，我们维持对公司“增持”的投资评级。

永新股份研究报告与投资评级变化一览：

08 年 11.04 《在保增长政策下寻找增长》 首次将公司投资评级上调为“增持”

08 年 12.19 《永新股份：油价大幅下跌，将提升公司盈利能力 增持（维持）》

09 年 01.20 《永新股份：经济周期下行，彰显公司抗“寒”能力 增持（维持）》

4. 风险提示

4.1 宏观经济下滑超预期

宏观经济增速下滑幅度超过预期，我国 GDP 增速未能实现“保八”目标，势必将导致塑料软包装行业下游客户的销售情况出现一定程度的萎缩，从而导致下游客户产品包装订单的下降，这将对公司盈利能力的提升产生较大的负面冲击。

4.2 原材料价格大幅上涨或剧烈波动

国际石油价格大幅上涨或者是出现剧烈波动，都将会给公司带来负面影响：石油价格大幅上涨将导致公司的原材料成本上升，从而部分地削弱公司的盈利能力；而石油价格的剧烈波动，导致原材料价格跟随剧烈波动，对公司的正常经营可能产生一定的负面影响。

4.3 资本市场的系统性风险

外围股市大幅下挫，或者是未来我国宏观经济数据大幅坏于预期，给资本市场带来的系统性风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800、0755-83203165; 传真：0755-83234800 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002