

永新股份：较高的盈利能力仍在持续

调研快报

报告关键点：

- 预计09年公司盈利能力仍将保持较高的水平；
- 维持增持-A的投资评级，6个月目标价11.16元。

报告摘要：

日前对永新股份进行了调研，就市场目前关心的热点问题与公司管理层进行了沟通。

- 关于公司的毛利率问题。去年下半年以来，由于原油价格短时间内的快速下跌，公司的毛利率得到较大幅度的提升，大约上升2-3个百分点。前期市场上的很多参与者，认为下游客户会很快要求降低产品的售价，怀疑公司盈利能力的持续性。实际情况是09年1、2月份，公司的毛利率水平仍然处于高位，甚至超过了历史上最好的时期。主要原因如下：一是公司与下游客户之间的相互依赖关系，造成公司的议价能力提升，产品价格下跌的程度慢于原材料的下降程度；二是通过在低价位签订采购合同，部分原材料的价格在低位被锁定；三是由于公司财务状况一直很稳健，比较有弹性，公司比较容易通过进行内部挖潜来提升毛利率。总的来看，公司09年可能无法一直维持1、2月份的毛利率水平，但是全年平均提升0.5个百分点以上将是大概率事件。
- 关于产品需求的问题。国际金融危机和宏观经济的衰退对公司08年的经营情况基本没有影响，公司去年的订单积压比较严重，产品交货期一般在30天左右。但进入今年以来，一月份的销售还不错，二月份的订单积压程度下降，产品交货期在10-15天。据此推算，公司3、4月份的销量可能会有一定的下滑。公司目前也正在积极加大营销的力度，以减少需求的下降。总的来看，由于下游需求存在一定的刚性和较分散的大客户资源，公司销量即使存在一定的下滑，程度应该也不会太大。对此，我们将保持密切的跟踪。
- 公司目前已经引进柔板印刷项目，逐渐迎合国际上的趋势，长期看公司能够继续保持国内软塑包装行业的龙头地位。另外，公司经营性现金流状况良好，近几年一直保持较高的现金分红率。
- 维持先前的投资评级和目标价。预计公司09、10年的每股收益分别是0.62元、0.75元。由于公司09年的增长比较确定，根据包装印刷业和中小板市场的估值情况，维持前期增持-A的投资评级，6个月目标价为11.16元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **11.16 元**

期限： 6 个月 上次预测： 11.16 元

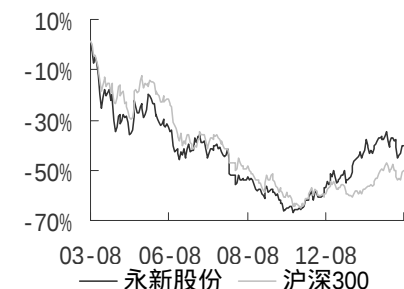
现价： 8.88 元

报告日期： **2009-03-05**

市场数据

总市值(百万元)	1,236.10
流通市值(百万元)	1,228.99
总股本(百万股)	139.20
流通股本(百万股)	138.40
12 个月最高/最低	4.87/15.68 元
十大流通股东(%)	57.68%
股东户数	24,543

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.77)	17.71	10.02
绝对收益	(2.61)	32.20	(40.18)

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)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	#####	1,219.4	1,275.9	1,511.9	1,756.9
Growth(%)	42.7%	16.6%	4.6%	18.5%	16.2%
净利润	56.3	70.4	89.8	108.4	122.6
Growth(%)	14.1%	26.5%	28.9%	20.7%	13.1%
毛利率(%)	15.5%	17.0%	17.5%	17.1%	16.9%
净利润率(%)	5.1%	5.6%	6.9%	7.0%	6.8%
每股收益(元)	0.39	0.49	0.62	0.75	0.85
每股净资产(元)	4.24	4.52	4.87	5.32	5.82
市盈率	23.0	18.2	14.3	11.8	10.4
市净率	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
净资产收益率(%)	9.5%	11.2%	13.1%	14.5%	15.0%
ROIC(%)	14.5%	16.5%	19.5%	18.3%	17.7%
EV/EBITDA	10.2	8.9	9.0	7.7	6.8
股息收益率	0.0%	0.0%	3.6%	4.3%	4.9%

前期研究成果

永新股份：经济下滑背景下业绩实现快速增长

2009-01-20

永新股份：油价快速回落的受益者

2008-12-22

永新股份：毛利率上升拐点出现

2008-10-27

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-3-5**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	#####	1,219.4	1,275.9	1,511.9	1,756.9	成长性					
减: 营业成本	883.8	1,012.4	1,052.2	1,253.4	1,459.9	营业收入增长率	42.7%	16.6%	4.6%	18.5%	16.2%
营业税费	0.1	0.7	0.8	0.2	0.2	营业利润增长率	13.0%	19.6%	29.6%	20.7%	15.9%
销售费用	44.9	58.2	61.2	68.0	73.8	净利润增长率	14.1%	26.5%	28.9%	20.7%	13.1%
管理费用	42.5	51.3	54.9	63.5	72.0	EBITDA 增长率	17.2%	14.1%	8.0%	21.3%	15.4%
财务费用	1.1	1.2	-3.4	-2.1	-1.9	EBIT 增长率	14.1%	19.5%	23.7%	22.6%	16.3%
资产减值损失	4.0	10.5	3.0	-1.0	2.3	NOPLAT 增长率	15.7%	24.8%	21.8%	22.6%	13.5%
加: 公允价值变动收益	-	-0.6	0.4	-	-	投资资本增长率	9.5%	3.2%	30.9%	17.1%	14.3%
投资和汇兑收益	0.3	-1.4	-	-	-	净资产增长率	55.7%	6.7%	8.8%	9.3%	9.4%
营业利润	69.4	83.0	107.6	129.9	150.6	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	1.2	-	-	-	毛利率	15.5%	17.0%	17.5%	17.1%	16.9%
利润总额	69.2	84.2	107.6	129.9	150.6	营业利润率	6.6%	6.8%	8.4%	8.6%	8.6%
减: 所得税	12.8	13.9	17.9	21.6	28.0	净利润率	5.1%	5.6%	6.9%	7.0%	6.8%
净利润	56.3	70.4	89.8	108.4	122.6	EBITDA/营业收入	10.1%	9.8%	10.2%	10.4%	10.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	6.7%	6.9%	8.2%	8.5%	8.5%
货币资金	241.3	301.8	254.1	234.7	227.3	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	91	87	96	90	83
应收帐款	146.0	115.3	135.9	177.6	231.8	流动营业资本周转天数	44	37	39	48	56
应收票据	23.9	33.3	34.9	41.4	48.1	流动资产周转天数	145	167	162	145	142
预付帐款	13.7	9.8	19.3	30.6	43.7	应收帐款周转天数	43	41	39	40	44
存货	135.4	107.0	152.2	185.6	220.0	存货周转天数	40	37	38	42	43
其他流动资产	0.7	0.9	-20.0	-27.1	-27.1	总资产周转天数	244	259	268	248	237
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	142	130	145	151	150
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.5%	11.2%	13.1%	14.5%	15.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	7.7%	9.1%	9.9%	10.1%
固定资产	266.9	320.6	358.8	394.8	415.3	ROIC	14.5%	16.5%	19.5%	18.3%	17.7%
在建工程	2.4	2.5	28.5	32.0	29.9	费用率					
无形资产	8.4	8.3	8.2	8.2	8.2	销售费用率	4.3%	4.8%	4.8%	4.5%	4.2%
其他非流动资产	7.1	10.3	15.6	16.3	16.5	管理费用率	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%
资产总额	845.8	910.6	988.8	1,095.2	1,214.9	财务费用率	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	21.4	52.0	50.0	50.0	三费/营业收入	8.5%	9.1%	8.8%	8.6%	8.2%
应付帐款	110.2	138.0	108.1	126.0	147.2	偿债能力					
应付票据	119.6	81.2	100.9	120.2	140.0	资产负债率	30.3%	30.8%	30.7%	31.7%	32.6%
其他流动负债	26.1	40.3	42.6	50.4	58.7	负债权益比	43.4%	44.6%	44.3%	46.3%	48.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.19	2.03	1.90	1.86	1.88
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.66	1.63	1.38	1.30	1.31
负债总额	255.9	280.9	303.6	346.7	395.9	利息保障倍数	65.87	67.50	-31.11	-60.75	-77.91
少数股东权益	11.7	14.0	15.9	18.4	21.2	分红指标					
股本	137.6	139.2	140.8	140.8	140.8	DPS(元)	-	-	0.32	0.38	0.43
留存收益	440.6	476.5	528.4	589.3	657.0	分红比率	0.0%	0.0%	51.0%	51.0%	51.0%
股东权益	589.9	629.7	685.1	748.5	819.0	股息收益率	0.0%	0.0%	3.6%	4.3%	4.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	56.3	70.4	89.8	108.4	122.6	EPS(元)	0.39	0.49	0.62	0.75	0.85
加: 折旧和摊销	34.7	35.7	25.4	29.4	32.8	BVPS(元)	4.24	4.52	4.87	5.32	5.82
资产减值准备	4.0	10.5	3.0	-1.0	2.3	PE(X)	23.0	18.2	14.3	11.8	10.4
公允价值变动损失	-	0.6	0.4	-	-	PB(X)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
财务费用	-0.0	0.2	0.8	-3.4	-2.1	P/FCF	-	16.4	-64.2	296.1	56.2
投资收益	-0.3	1.4	-	-	-	P/S	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	2.5	2.3	2.1	2.5	2.8	EV/EBITDA	10.2	8.9	9.0	7.7	6.8
营运资金的变动	-11.1	50.0	-79.7	-39.7	-61.5	CAGR(%)	24.4%	20.3%	12.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	84.0	151.2	37.5	97.5	97.0	PEG	0.9	0.9	1.1	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-34.7	-78.5	-100.4	-69.0	-51.0	ROIC/WACC	1.8	2.1	2.5	2.3	2.2
融资活动产生现金流量	124.6	-21.5	-0.2	-44.9	-50.2	REP	1.4	1.1	0.8	0.8	0.7

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，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，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

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

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