

需求相对稳定 油价回落促增长

永新股份 (002014)

评级: 增持 (首次)

股价: 10.46 元 目标股价: 12.20 元

调研快报

2009 年 3 月 25 日 星期三

投资要点

- q 下游部分需求稳定、医药包装增长快。** 日化包装需求订单稳定, 医药包装收入 09 年增长 70%, 乳制品包装由于开拓国外奶粉客户将抵消三聚氰胺的不利影响, 休闲食品包装需求订单量略有下降。
- q 石油价格走低带动毛利率上升。** 由于原材料为石油深加工产品, 毛利率与石油价格呈负相关。预期 09 年毛利率较 08 年提升 1%。
- q 财务稳健。** 公司负债率合理, 偿债能力强, 财务风险小。
- q 估值。** 在一系列假设之下我们预期公司 09/10 年收入 11.82/14.19 亿元, 分别增长 -3% 和 20%, 实现净利润 8667/9739 万元, 分别增长 26.2% 和 12.4%, 每股收益 0.61/0.68 元。
- q 投资建议。** 公司历史 PE 和 PB 的平均值为 24 倍和 3.6 倍, 中位值分别为 16.91 倍和 2.7 倍, 我们认为给予公司 09 年 20 倍市盈率/2.6 倍市净率较为合理, 目标股价 12.2 元, 给予“增持”评级。
- q 风险因素:** 石油和原材料价格波动, 产品价格波动, 下游需求会否受经济影响进一步恶化。

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

纺织及轻工行业

消费品小组

徐玲玲

021-50586660-8632

xll@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	12.2
升值潜力 (%)	16.6
目标价确定日期:	2009-3-24

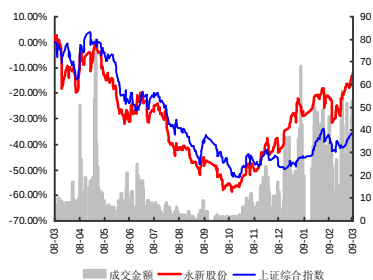
重要数据

总股本 (亿股)	1.392
流通股本 (亿股)	1.384
总市值 (亿元)	14.56
流通市值 (亿元)	14.47

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	13.94	7.68
3 个月	53.82	28.35
6 个月	69.25	63.76

个股相对上证综指走势图



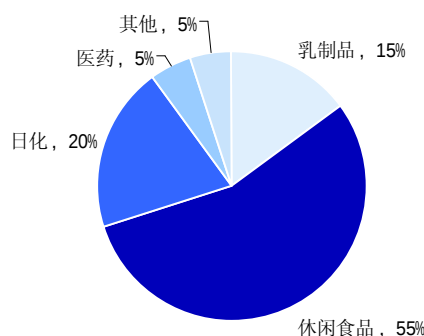
主要财务指标

	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入 (百万元)	1045.57	1219.43	1182.85	1419.41	1632.33
营业收入增长率 (%)	44.19	16.63	-3.00	20.00	15.00
营业利润 (百万元)	69.43	83.64	105.39	118.42	139.31
营业利润增长率 (%)	12.11	20.47	26.00	12.37	17.64
净利润 (百万元)	53.81	68.67	86.67	97.39	114.57
净利润增长率 (%)	13.87	27.61	26.21	12.37	17.64
营业利润率 (%)	5.15	5.63	7.33	6.86	7.02
净资产收益率 (%)	9.31	11.15	13.51	14.52	16.24
每股收益 (元)	0.39	0.49	0.61	0.68	0.79
每股净资产 (元)	4.29	4.52	4.65	4.80	4.97
PE (X)	26.82	21.35	17.15	15.38	13.24
PB (X)	2.44	2.31	2.25	2.18	2.10

1. 亮点一：下游部分需求稳定、医药包装增长快

公司包装产品的下游客户主要可以分为食品、日化及医药三大类，从收入结构占比的角度来看食品包装约占公司08年收入的70%，日化占20%，医药占5%。其中食品包装又可分为乳制品包装和休闲食品包装，前者占收入15%，后者占55%（见图1）。

图 1. 永新 08 年收入构成



资料来源：公司公告、东海证券研究所

从需求的角度看，日化产品包装需求最为稳定。公司的日化产品第一大客户为宝洁，产品包装主要是洗涤产品包装，产品需求具有刚性，因此公司此类订单几乎不受经济下滑的不利影响。

09年医药包装将会是增长最快的。目前公司药包装的主要客户包括三九制药、丽珠和哈药，产品主要为冲剂包装袋。据我们此次调研了解，公司目前正加大对医药包装业务的销售力度，力争在今年将医药包装的业务收入达到1亿元，使销售收入增长超过70%。虽然医药包装在收入中的占比目前并不高，但是我们认为医药包装将会是公司未来两年业务拓展重点之一，对于利润的增长贡献将会越来越大。

09年公司乳制品包装业务不受三聚氰胺不利影响。08年9月由于三聚氰胺事件使得国内整个乳制品行业的产量在四季度下滑非常明显（见图2），因而公司乳制品包装销售也在去年11月受到明显影响。但我们此次调研了解，公司正在积极开拓国外奶粉品牌客户，而由此带来的新增销售收入将会抵消国内奶粉客户订单减少的不利影响，保守估计今年乳制品包装销售同比不会减少。

休闲食品需求有所下滑。而对于休闲食品的包装订单，据我们此次调研了解，公司3月份此类订单无论同比环比均有所下滑，订单量的下降反映了经济下滑对食品需求滞后的影响。预期今年休闲食品类包装的销售量在上半年会有所下降，下半年会有所回升。

图 2. 我国乳制品行业产量同比增速

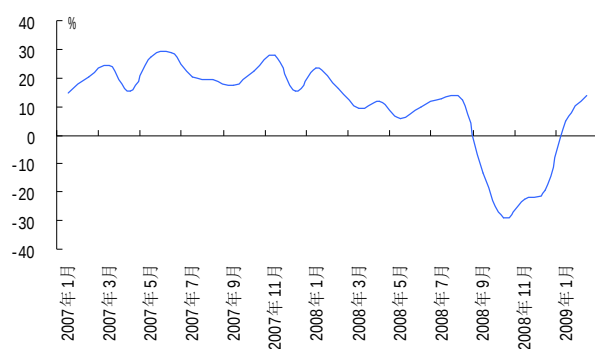
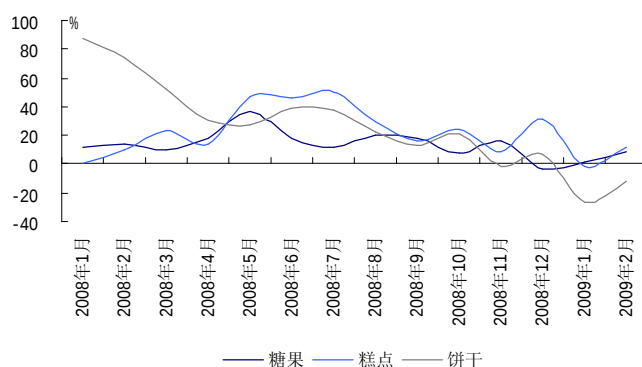


图 3. 我国各类休闲类食品产量同比增速

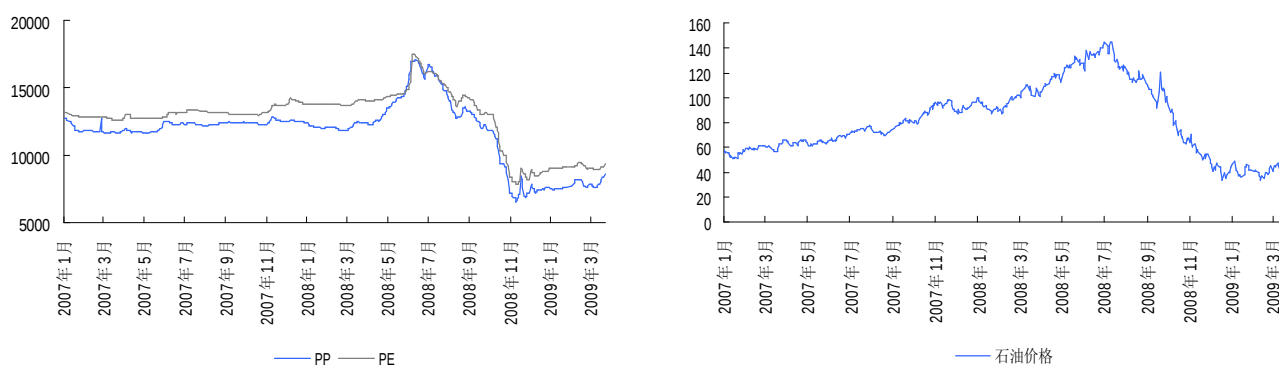


资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

2. 亮点二: 石油价格走低带动毛利率上升

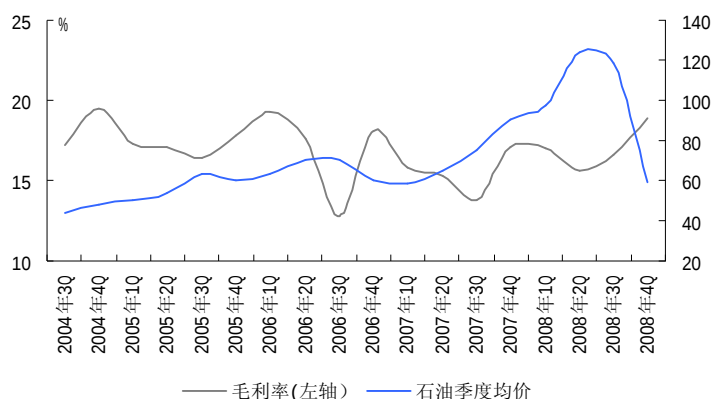
在产品的生产成本中,原材料占到 65%-70%。公司生产的原材料主要有 BOPP 膜、PE 膜及粒料、CPP 膜及 PP 粒料,来自于石油的深加工产品。原材料的价格与石油价格的走势较一致(见图 4),因而毛利率和石油价格从历史上来看也呈负相关走势(见图 5)。

图 4. 原材料 PE/PP 和石油价格走势较一致



资料来源: 化工在线、东海证券研究所

图 5. 永新季度毛利率和石油价格呈负相关



资料来源：公司公告、化工在线、东海证券研究所

据我们此次调研了解，公司在去年 7 月份上调了产品价格。而目前由于原材料成本价格较低，所以公司的毛利率水平仍维持在去年四季度较高的水平。但是我们不排除今后公司会根据客户情况适当下调产品价格让利于客户。但总体来说，我们预期 09 年的毛利率将会比 08 年有所提升。

3. 财务稳健

从财务风险的角度来看，公司近年的资产负债率合理，在 30%左右，流动资产占总资产超过 60%，资产质量较高；流动比率超过 2、速动比率超过 1.5，已获利息倍数超过 300，公司偿债能力强，财务风险小，财务状况稳健（见表一）。此外，公司每股经营活动产生的现金流量净额达到 1.05 元，经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益为 1.78，公司现金流状况较好。

表 1. 永新股份财务分析

财务指标	2006 年	2007 年	2008 年
资产负债率 (%)	33.41	30.26	30.85
流动资产 / 总资产 (%)	49.73	66.32	62.47
流动比率	1.49	2.19	2.03
速动比率	0.99	1.66	1.64
已获利息倍数	7833.83	246.54	342.95
经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债合计	0.34	0.33	0.54
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益	1.05	1.21	1.78
每股经营活动产生的现金流量净额	0.92	0.67	1.05

资料来源：wind 资讯、东海证券研究所

4. 盈利预测和估值

盈利预测假设:

1、09 年休闲食品类订单量与 08 年持平，订单价格平均下调 10%，医药类包装销售收入达到 1 亿元，乳制品国外订单将抵消国内订单的减少，日化产品收入与去年持平。

2、假设原材料和石油价格不会出现大涨，公司 09 年产品的综合毛利率比 08 年提升 1%。

我们预期公司 09/10 年收入 11.82/14.19 亿元，分别增长 -3% 和 20%，实现净利润 8667/9739 万元，分别增长 26.2% 和 12.4%，实现每股收益 0.61/0.68 元。

表2. 永新股份损益表预测

	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入 (百万元)	1182.85	1419.41	1632.33
减: 营业成本	971.12	1178.11	1351.57
营业费用	56.78	65.29	75.09
管理费用	49.68	57.49	66.11
财务费用	-0.40	-0.94	-1.04
资产减值准备	0.29	1.04	1.29
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.39	118.42	139.31
加: 营业外收入	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0
利润总额	105.39	118.42	139.31
所得税	15.81	17.76	20.90
少数股东损益	2.91	3.27	3.85
净利润	86.67	97.39	114.57

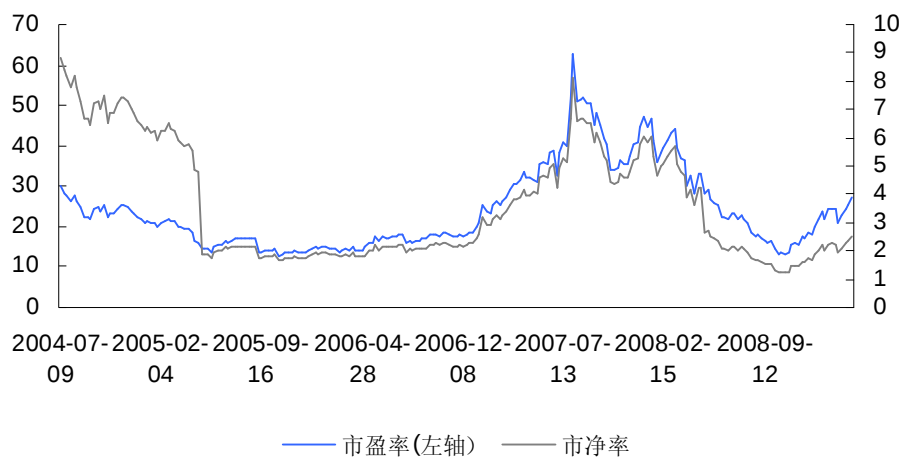
资料来源: 东海证券研究所

5. 投资建议

对于公司自上市以来到目前为止的 PE 和 PB 研究发现，这几年公司 PE 和 PB 的平均值为 24 倍和 3.6 倍，中位值分别为 16.91 倍和 2.7 倍，PE 和 PB 的最低值为 12.87 倍和 1.65 倍，目前公司 09 年的 PE 和 PB 分别为 17.1 倍和 2.25 倍（见图 6）。

结合公司历史估值，我们认为给予公司 09 年 20 倍市盈率，2.6 倍市净率较为合理，目标股价 12.2 元，距离目前股价仍有 16.6% 的上升空间，给予“增持”评级。

图 6. 永新股份 PE 和 PB 情况



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 伟星股份, 晨鸣纸业, 博汇纸业, 永新股份

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122