

永新股份：被低估的软塑包装龙头

09 年一季报点评

报告关键点：

- 公司股价被低估；
- 三个月目标价15.5元；
- 投资评级调为买入-B。

报告摘要：

- 公司一季度实现营业收入2.83亿元，同比下降3.47%；实现归属于母公司的净利润1809万元，同比增长22.52%，每股收益0.13元。
- 由于公司产品价格水平的总体下降，以及订单量的略有下降，造成营业收入的小幅下滑，但公司盈利水平仍处于高位，经测算公司一季度的综合毛利率为18.4%，高于08年近1.5个百分点，要好于此前的市场预期。
- 公司作为软塑包装行业的龙头，在为客户提供包装产品的同时，提供产品包装的解决方案以及其他的增值服务，与下游客户有着相互依赖的关系，因此不仅仅定位为普通的制造业，应该归属于制造服务业，与合兴包装有着诸多的相似之处。
- 公司目前的市场占有率在5%左右，向上发展的空间很大。与合兴包装标准化工厂快速复制的扩张模式不同，公司的运输半径很大，因此产能的扩张不需要靠近下游客户建厂，因此相应减少了成本。
- 公司目前的客户结构良好，今后市场的开拓主要可以通过增加现有客户的市场份额进行。与合兴包装依靠几个大客户的模式不同，永新股份的下游客户比较分散，因此更具有较高的议价能力。
- 由于经济的基本面好于此前的预期，因此基于通缩对公司09年营业收入的预测要打折扣，即公司09年的收入增长要好于此前的预测。同时，预计公司09年还会有较大的产能扩张计划。
- 公司的股价被低估。通过以上的分析，随着市场估值水平的不断抬升和趋势的不断向好，特别是参照与合兴包装的对比，考虑合兴包装目前的估值情况，我们在维持对公司盈利预测09、10年分别是0.62、0.75元不变的情况下，给予公司09年25倍的市盈率，调高公司三个月的目标价到15.5元，投资评级由增持-A调升到买入-B

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%

评级：

买入-B

上次评级： 增持-A

目标价格： 15.50 元

期限： 3 个月 上次预测： 11.16 元

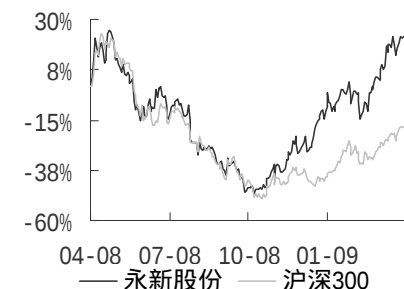
现价： 11.62 元

报告日期： 2009-04-20

市场数据

总市值(百万元)	1,617.50
流通市值(百万元)	1,608.21
总股本(百万股)	139.20
流通股本(百万股)	138.40
12 个月最高/最低	4.87/12.12 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	6.26	(0.32)	40.04
绝对收益	19.17	32.36	22.15

研究员

郭振举

助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

永新股份：较高的盈利能力仍在持续

2009-03-10

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

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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	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