

永新股份

002014

增持/ 首次评级

股 价	2009/04/27
RMB11.99	

基础数据

总股本（百万股）	139
流通 A 股（百万股）	139
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1669

财务数据

市净率 (X)	2.78
TRACING P/E (X)*	23.38
EPS (元)	0.13
股息率 (%)	2.09

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 孔 华 强
 +21-50106015
 konghq@lhq.com

快速消费品行业的包装龙头

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1219.4	283.4	1291	1471	1512
(+/-%)	16.6	-3.5	6%	14%	5%
归属母公司净利润(百万元)	68.1	18.1	88	109	119
(+/-%)	26.5	22.5	29	25	9
EPS(元)	0.49	0.13	0.63	0.79	0.86
P/E(倍)	24.5	92.3	19	15	14

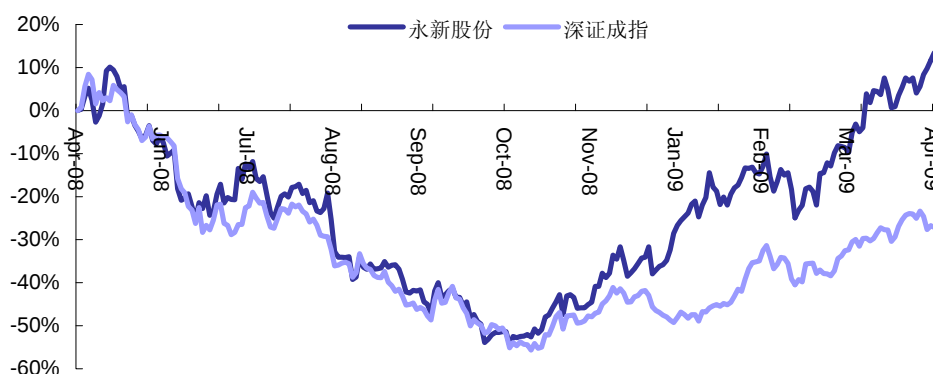
■ 公司属于软塑包装材料行业，主要经营彩印复合包装材料、镀铝包装材料。产品主要应用于食品、日化产品、医药包装。公司 2008 年实现营业收入 12.19 亿元，净利润 6810 万元，从规模上看永新股份已然是软包行业的龙头。

■ 永新在行业内的地位不单以规模取胜，其竞争优势在于较高的管理水平和品牌客户资源。在进入门槛相对较低、竞争比较激烈的软包行业，永新通过精细化的管理为优质品牌客户提供安全、丰富的包装材料，不但保证了业内优于同行的盈利能力，“绑定”品牌快速消费品生产商亦对永新自身的管理水平提出更高要求，良性循环的运作模式将进一步强化永新在业内的龙头地位。

■ 公司过去几年稳健成长的驱动因素在于内生性的产能扩建和外延式的并购行为；我们认为公司未来成长的主要动力来自于外延式并购和医药包装领域的突破，过往的成功并购经验、公司战略扩张的意图和充沛的现金都使得未来的并购成为可能；而医药软包领域的突破将助推永新的发展。

■ 预测公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.63、0.79 元,动态 PE 分别为 19X 和 15X。无论是从类快速消费品行业的角度还是从与业内同类型公司对比的角度来审视公司，我们认为永新股份的合理估值不应低于 25 倍 PE，给予公司“增持”评级。

最近 52 周股价表现



永新主营构成及所处行业特征

公司主营业务构成

公司主营业务收入主要由彩印复合包装材料和真空镀铝包装材料构成，二者也是公司利润的主要来源。彩印复合包装产品主要包括食品包装、洗涤用品包装、医药品包装、农药及其他包装产品；真空镀铝膜产品主要包括镀铝 PET 薄膜、镀铝 CPP 薄膜、镀铝 PE 薄膜、镀铝 BOPP 薄膜等。近三年来随着公司彩印复合包装材料规模的扩大，公司生产的镀铝包装材料更多地为彩印复合包装材料使用，外销比例降低。

图 1、公司主要产品收入及构成

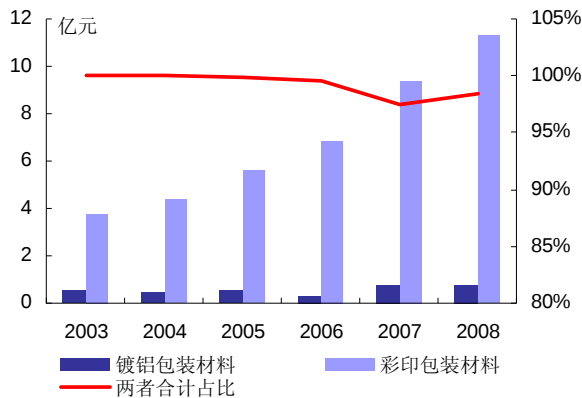
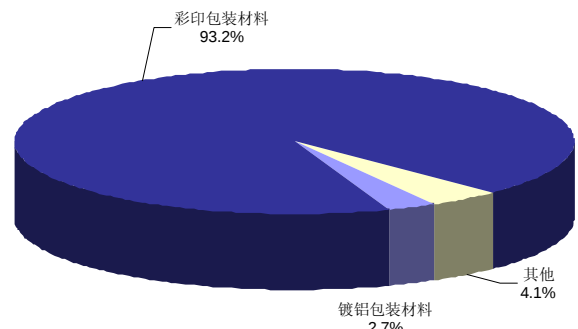


图 2、2008 年不同类型产品营业利润占比



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

数据来源：公司年报，联合证券研究所。

从下游用途来看，公司的包装材料中用于食品包装（奶粉、豆粉、膨化食品、糖果、果冻、方便面、冷饮、小食品、调味品、肉类、速冻食品、干货等）的最多，占比 70% 左右；日化品（洗衣粉等）次之，占比 20%；农化包装和药品包装各占 5% 左右。

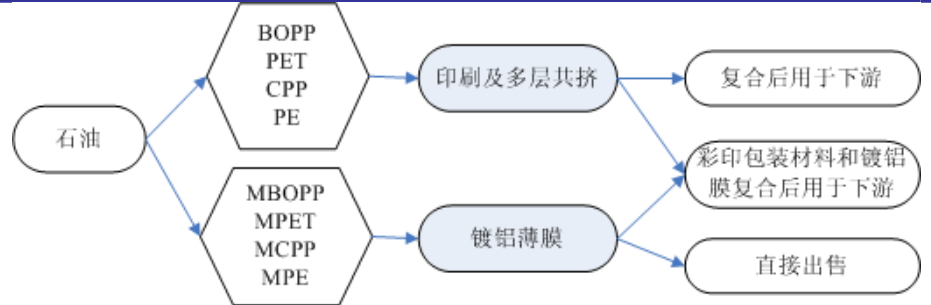
软包行业特征

我国塑料软包制品行业的市场需求量呈现持续增长的态势，近年来增速在 11% 左右，2008 年食品、日化行业软包市场规模大概在为 240 亿人民币。

软包行业的下游多为食品、日化等行业和医药行业。从软包行业的需求端来看，食品和日化行业是典型的快速消费品行业，而医用包装行业面临一个传统玻璃、塑料包装向薄膜制品包装转移的过程，医用软包领域随着产品替代很可能出现高速成长的态势。

从产业链条来看，塑料软包制品企业从上游购买各类塑料薄膜进行印刷、镀铝、多层共挤等技术生产适用于下游食品、日化等行业的软性包装材料。上游的化工薄膜可分为两大类，一类是彩印产品的主要原料如 BOPP、PE 等，另一类是镀铝薄膜的主要材料如 MBOPP、MPE 等，这些化工原料均为石化产品，价格和石油价格高度相关。在石油价格大幅波动和业内竞争激烈的背景下，管理水平的高低是影响软包行业内公司盈利水平的重要因素。

图 3、软包行业产业链位置（底色部分）



数据来源：联合证券研究所。

行业产品大多为非标准产品的特征决定了业内公司的营销模式一般为“产品直销、以销定产”方式。由于软包行业进入门槛相对较低，使得业内企业数量众多、竞争比较激烈。业内公司成长的途径主要在于开拓新的客户资源、通过横向兼并方式来实现。

永新股份的竞争优势

管理水平

软包行业的成本构成中，原材料占比较高，从公司主要产品的成本构成来看，原材料占比都超过了 84%，因此原材料价格的波动对公司的成本控制能力提出了较高的要求。

图 4、彩印覆膜包装材料成本结构

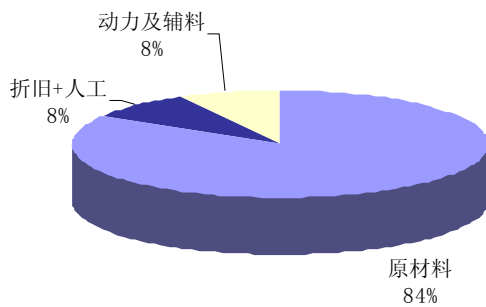
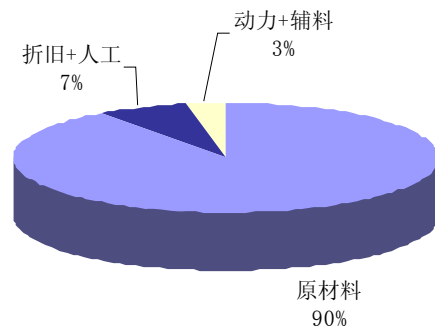


图 5、镀铝包装材料成本结构



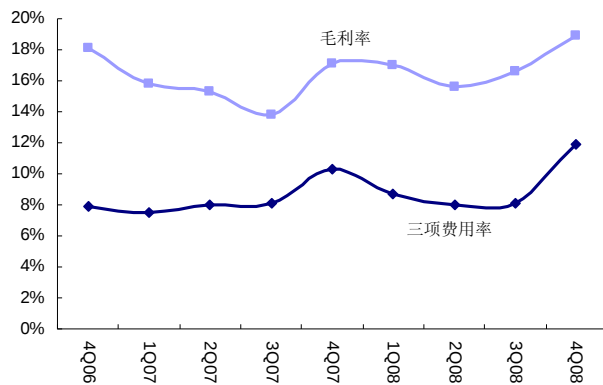
数据来源：联合证券研究所。

数据来源：联合证券研究所。

我们认为在竞争激烈、原材料价格大幅波动的软包行业，企业管理能力的高低是决定企业价值的重要因素。在油价大幅上涨的 06 年-08 年，永新的单季度毛利率水平并无出现大幅波动，这固然与永新所采取的“成本加成”定价方法有关，但稳定的毛利水平也彰显公司在原材料存货管理、下游客户议价方面的能力。此外，公司还通过废料回收体系使得原材料的损耗率只有 6% 左右，（国外软包企业的材料损耗率在 20% 左右，不过国外企业可以通过停产减少供给的方式来维持毛利率水平，而国内软包行业由于竞争激烈，只能通过各种途径节约成本，大致可提高一个点的毛利水平。

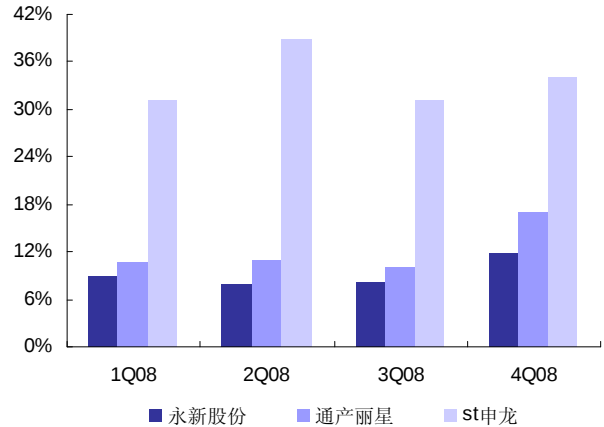
公司在毛利率保持稳定的同时，三项费用率也基本持平，尤其是在油价大幅上涨阶段，公司三项费用支出比例并未大幅增加。与经营业务可比性较强的 st 申龙、通产丽星相比，公司的期间费用率明显胜出一筹。

图 6、公司毛利率及三项费用比例



数据来源：公司报告，联合证券研究所。

图 7、与可比公司期间费率比较



数据来源：公司报告，联合证券研究所。

客户资源优势

食品、日化等快速消费品行业的品牌竞争相比其他行业（比如大宗商品行业）具有很强的品牌认知度特征，尤其是在消费者日益关注食品、药品安全的背景下。不言而喻，快速消费品行业的知名品牌企业相对非知名企业具有更高的认知度和市场份额。为食品、日化行业的品牌企业提供包装材料相对而言更易建立稳固、长期的关系，同时也有助于在此类行业包装领域树立自身的品牌。

永新股份经过多年经营，在下游的食品、日化 and 医药行业均积累的较多的知名品牌客户。

表 1、永新股份的主要客户

食品行业	统一食品、伊利股份、完达山、蒙牛、圣源、徐福记、旺旺、洽洽、喜之郎、香飘飘、雨润、双汇、百事、通用磨坊、卡夫食品、多美兹、意大利不凡帝
日化行业	宝洁、纳爱斯、南风化工、立白等
医药行业	三九医药、丽珠集团、哈药集团、修正药业、双鹤药业、神威药业、云南滇虹、湖北广济等

数据来源：公司年报，联合证券研究所。

总体上来看永新所面对的下游快速消费品行业有稳定增长的态势，而与优质客户的合作一方面降低了公司的经营风险，同时优质客户资源对软包供应商所提的要求更高，从而有助于公司在管理、服务方面做的更好。以宝洁公司为例，永新进入宝洁的供应链体系之后，对公司的管理、服务水平有较大的提升。

公司对下游行业的客户采取一定的甄别分类，对于订单规模较小的客户在忙季时一般不予接单，以保证大客户订单优先供应；此外小订单客户由于需要频繁地停机、配色等工序，机器利用效率和平均效益均较低，公司的客户结构更偏向于规模较大的知名品牌客户。

公司未来成长的动力

我们认为公司未来扩张的动力主要来自于两方面：

1. 横向并购
2. 医药软包市场的开拓

并购提升公司增速

从公司过去几年成长的历程来看，收入及利润增长的路径主要依赖内生性增长和外延式并购来实现，05-08年母公司收入、净利润复合增速分别为19.21%、6.49%，母公司收入利润增长来自于本部项目扩建和新建，公司2004和2006年分别收购了广州永新和河北永新，合并报表收入、净利润复合增速分别为25.33%和15.38%，增速显著高于母公司自身的成长能力。

图 8、母公司收入、利润及复合增长率

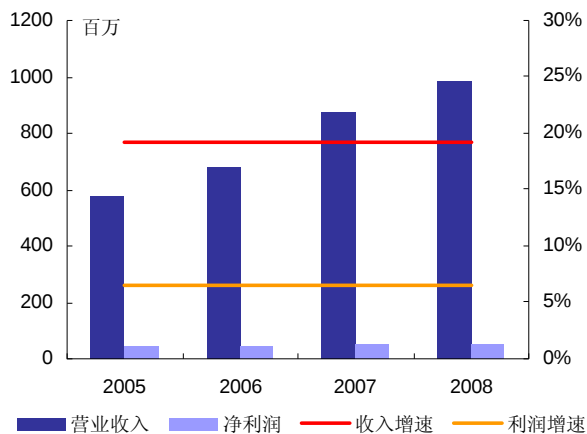
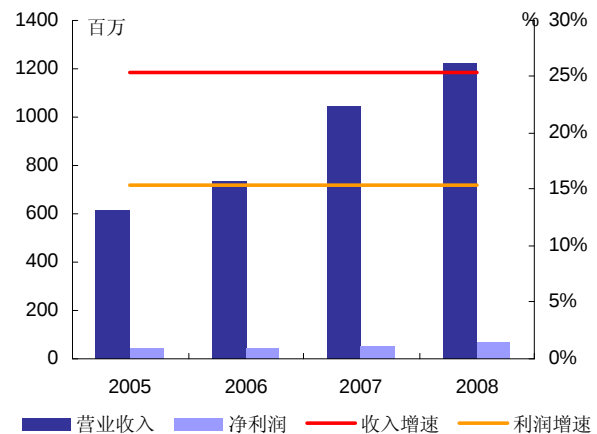


图 9、合并报表收入、利润及复合增长率



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

数据来源：公司年报，联合证券研究所。

软包行业较低的技术壁垒使得行业内的竞争比较激烈，就公司所处的产业链位置来看，如果按照制造和服务孰轻孰重来认识公司的特征的话，我们更倾向于把公司视为服务型企业而非单纯的制造型企业。

对于竞争激烈的服务型行业而言，下游客户可选择的企业较多，能够在竞争中取胜的企业必定具有较强的优势，行业内的弱势企业由于经营不善，存在被并购的可能，如前所述，永新在管理和客户资源方面的优势以及过往的成功并购经验有助于公司未来继续进行横向扩张。根据我们调研所了解的情况，公司在西南地区布局的计划一直在进行之中，公司账面的现金足够随时出手完成并购。

医药软包市场：尚需继续开拓的蓝海

随着我国经济的快速发展，人民生活水平提高和人口老龄化引起的医疗费用增加，新药品开发力度加大，医疗保障体系改革的步伐加快和城镇居民医疗保险的扩大，医药工业将会继续保持快速增长的势头。为加强对直接接触药品包装材料和容器的监管，国家食品药品监督管理局在近两年相继颁布了34项国家药品包装材料和容器标准、25项药品包装材料检验方法标准，并下发了《关于加强中药饮片包装监督管理的通知》。另外我国医药包材质量及包装品种都明显低于国际

水平。发达国家医药包装占医药产品价值的 30%，而我国只有 10%。目前，我国医药包装行业的年产值在 180 亿左右，仅能满足国内制药企业 80% 左右的需要，这就促使医药包装产业在近年快速发展。

尽管目前医药包装产品占公司收入比重并不高，只有 5% 左右，以 08 年整体营收 12 亿计，医药包装的收入 6000 万左右，但是我们看好公司未来在医药包装领域的拓展，认为医药包装业务是公司尚未完全开发的蓝海，医药包装业务的高毛利率特征将带动公司未来利润的增速。

盈利预测

公司目前的产能由黄山本部、广州永新以及河北永新构成。

黄山本部的产能包括彩印复合包装材料 42000 吨，镀铝薄膜 10000 吨，以及 CPP 膜 10000 吨和 PE 膜 15000 吨，其中 CPP 膜和 PE 膜大部分公司自用，剩余部分外销，2006 年建成投产的 10000 吨镀铝薄膜主要用于满足公司覆膜彩印产品，外销数量不多。

广州永新和河北永新主要生产覆膜彩印产品，产能分别为 8000 吨和 10000 吨。

彩印复合包装材料是公司主要的收入和利润来源，我们假设 09、10 年销量分别增长 20%、15%，毛利率分别为 18.7% 和 18.5%，具体见表 2。

表 2、公司彩印复合材料销量及收入预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入：万元	55799	68210	94186	112741	120794	138913	145858
增长率		22.24%	38.08%	19.70%	7.14%	15.00%	5.00%
成本：万元	45952	56785	79617	93442	98205	113214	119604
毛利率	17.65%	16.75%	15.47%	17.12%	18.70%	18.50%	18.00%
销量：吨	22967	28318	37081	40265	48317	55565	58343
增长率		23.30%	30.95%	8.58%	20%	15%	5%
单价：万元/吨	2.43	2.41	2.54	2.80	2.5	2.5	2.5
单位成本	2.00	2.01	2.15	2.32	2.03	2.04	2.05

数据来源：联合证券研究所

镀铝薄膜较多为公司自用，外销部分不多，而且随着公司彩印产品销量的增加，外销的镀铝薄膜数量将逐步减少，我们预测 09、11 年外销数量分别为 4000 吨、3800 吨，具体见表 3。

表 3、真空镀铝包装材料销量及收入预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入：万元	5189	3392	7733	7351	6280	5966	5966
增长率		-34.63%	127.98%	-4.94%	-14.57%	-5.00%	0.00%
成本：万元	4593	3022	7061	6789	5746	5459	5459
毛利率	11.48%	10.91%	8.69%	7.65%	8.50%	8.50%	8.50%
销量：吨	3223	2292	5297	4594	4000	3800	3800
增长率		-28.89%	131.10%	-13.26%	-12.94%	-5.00%	0.00%
单价：万元/吨	1.61	1.48	1.46	1.60	1.57	1.57	1.57
单位成本	1.43	1.32	1.33	1.48	1.44	1.44	1.44

数据来源：联合证券研究所

公司的其他产品包括 PE 膜、CPP 膜的外销和部分废料的外销，此部分总体收入不多，不过毛利较高，我们假设 09、10 年分别实现销售收入 2000 万、2200 万元，见表 4。

表 4、其他（薄膜、废料等）产品销售收入预测（万元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入	93	288	2637	1850	2000	2200	2400
增长率		208.09%	815.63%	-29.84%	8.11%	10.00%	9.09%
成本	81	258	1706	1008	1300	1430	1560
毛利率	13.37%	10.42%	35.31%	45.51%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源：联合证券研究所

投资评级

预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.63 和 0.79 元，分别较上年增长 29%和 25%，公司目前的股价为 11.99 元，09、10 年的动态 PE 分别为 19X 和 15X。

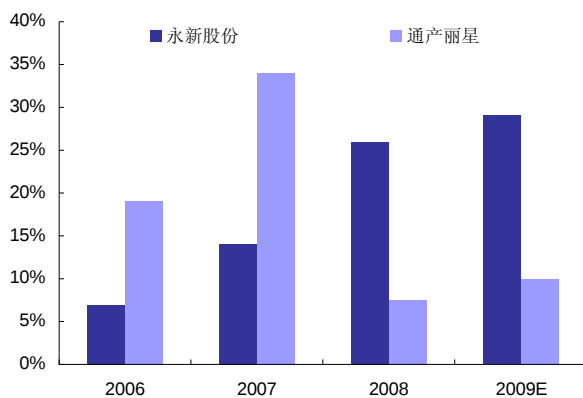
从公司产品的下游需求来看，食品（乳制品、冷饮、休闲小食品）、日化（洗衣粉、肥皂等）等行业的快速消费品特征明显，我们倾向于将永新股份视为类快速消费品行业的公司。

如果和行业内经营模式非常类似的通产丽星（主营化妆品包装）比，两家公司产品都有典型的抗周期的特征；而且通产丽星的客户也以品牌化妆品为主（如雅诗兰黛、宝洁、资生堂、联合利华）。

从两家公司的净利润增速对比可以发现，通产丽星 06、07 年的高增长已不复存在，而永新股份经过近年来的稳步扩张和未来的潜在并购以及医药包装领域的突破，增长值得期待。

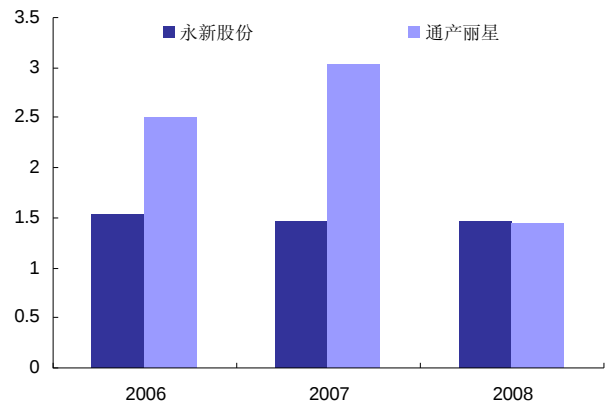
从 ROE 角度来看，杜邦分析表明通产丽星 06、07 年相对于永新的低回报（26% V.S.13%,31% V.S.9.3%）主要原因在于财务杠杆的差别，通产丽星 08 年上市之后财务杠杆和永新股份相当接近，而 08 年的 ROE 水平则低于永新股份（9.9% V.S.11%）。

图 10、永新股份、通产丽星净利润增速比较



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

图 11、ROE 差别：财务杠杆不同所致



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

通产丽星 08-10 年的 EPS 分别为 0.33、0.36 和 0.42,对应的 PE 分别为 29X、27X 和 23X。

我们认为永新股份的合理估值不应低于 25 倍 PE,给予“增持”评级。

附录：医用塑料包装材料的光明前景

未来 5 年医用塑料制品生产将成为一个前程远大的新兴工业产业。这是因为随着我国国民经济的持续增长，人均国民收入将不断提高，中产阶级队伍不断扩大。另一方面，我国已开始进入老龄化社会，国内老年人群基数庞大，其医疗需求远远超过中青年人群，故医用塑料制品将成为我国医疗器械市场上新的增长热点。2005 年我国医用塑料市场规模大约在 120 亿~150 亿元人民币。据专家预测，“十一五”期间我国的医用塑料制品市场有望冲上 200 亿~250 亿元的新高。

60 年前，塑料的问世被人们誉为 20 世纪工程材料学的重大突破。从那以后，塑料这一价廉物美的新材料取代了钢铁、玻璃、橡胶、木材等传统原材料，广泛应用于制作日用品、农业用品（如地膜等等）、机械零件、包装材料、甚至航空器/人造卫星零部件等等。从上世纪 80 年代以来，塑料已悄然进入医疗产品领域。从塑料安瓿、塑料输液/滴注瓶、输液/输血袋、一次性注射器、塑料药片瓶/药水瓶、塑料气雾器/干粉吸入器到医院里的大型诊断仪器及医用托盘，均为塑料制品。在西方，甚至有部分手术器械也已改用工程塑料制作。医用塑料制品已成为发展最快的一种医疗器械产品。

国外塑料制品在医疗领域的应用

就国际市场而言，美国医用塑料制品约占世界医用塑料市场的 51%，德国占 15%，整个欧洲（含德国）占 24%，亚太地区合计占 20%。目前用于制作医疗器材/卫生用品的塑料原料多达一、二十种，但其中使用最多的为以下几种：

- 1、聚氯乙烯（PVC），占 28%；
- 2、聚乙烯（PE），占 24%；
- 3、聚苯乙烯，占 18%；
- 4、聚丙烯（PP），占 16%；
- 5、聚对苯二甲酸二甲酯（PET），占 5%。

制作特殊医疗器械产品（尤其是对产品坚牢度、柔韧性及生物相容性要求较高的植入式医疗器械，如起搏器、心室除颤器、人工关节和生物芯片等等）则要求使用不易被氧化降解的工程塑料，包括 ABS/SAN、特氟龙（聚四氟乙烯）、TPE 和聚碳酸酯等等。近几年来，高价格、高性能的工程塑料已占医用塑料市场总销售额的 14%。

聚氯乙烯由于柔软性好，适用面广、产量大、价格便宜，故在医用塑料制品生产中被大量应用。但人们在使用过程中发现，PVC 也有一定的缺陷，如 PVC 遇到酸性介质会将其所含增塑剂之类的塑料添加剂成分溶出。科学家发现，聚丙烯（PP）或聚乙烯（PE）制作的医用塑料制品基本上不与所盛液体介质发生反应，故它们对人体更为安全。此后，PP 与 PE 在制作市场需求量极大的一次性输液袋/输血袋、输液瓶（套）、医用冲洗器等常用医用制品方面发展异常迅猛，年增长率高达 10%以上。而质地轻盈的聚苯乙烯则已取代 PVC 用于生产医用仪器的外包装或防震衬垫。

塑料在药品外包装上早已确立了其它材料无法取代的优势。如人们习以为常的药片“鱼眼泡”吸塑包装即为铝箔与聚丙烯透明硬膜的巧妙结合，它不仅外表美观，可一眼看清透明塑料膜里面的药片形状，而且具有一定的坚牢度，耐长途运输。药片采用“鱼眼泡”吸塑包装不易破损或吸潮变质，故“鱼眼泡”已成为国际医药市场最常见的一种药品包装形式，全球每年生产和销售的“鱼眼泡”药片（或胶囊剂）高达千亿板之多。

值得注意的是，国外新开发的一些新型热塑性工程塑料已开始进入医用塑料领域，其中包括德国开发研制的聚碳酸酯（其透明度较高）、聚醚酮和聚砒等等。这些新塑料原料适用于制造从X光透视仪等成像仪到电子医疗器械以及手术器械等医用设备。有人预测，今后几年内新材料在医用塑料中至少将占 10%~12%的份额。

专门用来盛放手术器械或其它医疗用品的托盘在医院中使用极其普遍。从前托盘多用搪瓷制成，不仅份量重、价格贵，而且不易彻底消毒。自从塑料托盘上市以后，世界各国的医院已改用塑料托盘取代传统的搪瓷托盘。如美国可经常规消毒后反复使用的塑料托盘今年的销售额将达 4.76 亿美元。

由于塑料系利用“注塑”工艺生产，故可设计成多间隔、多用途医用托盘（便于存放不同的医疗用品），这一产品在使用性能上更优于传统的无间隔搪瓷托盘。预计这种易消毒的多间隔、多用途塑料托盘的增长率将高达 10%以上。

医用塑料瓶（如眼药水瓶、药片瓶、安瓿、输液瓶等等）也是一种增长较快的大宗医用塑料制品。据有关方面估计，美国的医用塑料瓶的年需求增长率达 3.6%。今年美国医用塑料瓶的总销售额将超过 1.3 亿美元。在美国及其他发达国家，医用塑料瓶多用高密度聚乙烯材料制作，因为它们耐冲击性好，强度大，具有一定的柔韧性，更主要的是价格十分便宜。这对于降低医用塑料制品的成本很有意义。

“预充式注射器”也用高密度聚乙烯（或聚丙烯）材料加工而成。由于预充式注射器可广泛用于从胰岛素、人生长激素、EPO（促红素）到其他各种药水的注射器，它非常方便病人携带和使用，故有人预测，预充型（塑料）注射器将成为 21 世纪国际市场上最受欢迎的新型医疗产品。仅美国今年预充型塑料注射器的销售额将达 2.15 亿美元，再加上其他西方国家和亚太地区，预计预充型塑料注射器的年销售额可达 5 亿~6 亿美元，增长速度十分惊人。

医用塑料不仅用于制作大宗产品（如输液袋、注射器和药品外包装等），它还是某些重要植入器械的主要原材料。如据国外报道，美国一公司已开发可取代损坏心脏瓣膜的“人工瓣膜”，它用 ABS-聚碳酸酯等高端工程塑料制成。“人工瓣膜”仅有 1/8 英寸大小，虽然非常纤小，却能忍受心脏泵出血流的强大冲击力，且关闭严丝合缝，不让一点血液回流至心室。人造塑料瓣膜的发明为众多严重心脏病患者带来了福音。

我国医用塑料的发展

我国的医用塑料产品起步较晚，与美国、德国、日本等发达国家相比，我国的医

用塑料产业仍处于初级阶段，总体技术水平远远落后于西方同行。如制作输液袋、输血袋所需的高纯度医用聚丙烯原料至今仍需从德国等西方国家进口。

至于某些高端医用塑料制品（如人工瓣膜、人造塑料血管、人工关节等等）我国至今仍在探索之中，尚未形成正式生产。目前我国产销量最大的医用塑料制品均为技术含量不很高的“大路货品种”，如一次性注射器、输液/输血袋、输液瓶（套）以及各种塑料制药品外包装（如瓶、安瓿、铝塑复合材料等等）。据医药商会人士估计，我国的医用塑料制品总产值仅为全球医用塑料制品市场的 2%~3%，人均年消耗医用塑料制品不足 50 元人民币，这与我国这个有 13 亿人口的泱泱大国十分不相称。相比之下，美国人均年消费医用塑料制品超过了 160 美元。

业内人士认为，今后 10 年医用塑料制品生产将成为一个前程远大的新兴工业产业。这是因为随着我国国民经济的持续增长，人均国民收入将不断提高，中产阶级队伍不断扩大。另一方面，我国已开始进入老龄化社会，国内老年人群基数庞大，其医疗需求远远超过中青年人群，故医用塑料制品将成为我国医疗器械市场上新的增长热点。2005 年我国医用塑料市场规模大约在 120 亿~150 亿元人民币据专家预测，“十一五”期间我国的医用塑料制品市场有望达到 200 亿~250 亿元的规模。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	569	708	907	1055
现金	302	307	472	582
应收账款	114	147	182	205
其它应收款	1	6	7	7
预付账款	10	26	22	23
存货	107	168	180	190
其他	35	53	45	47
非流动资产	342	323	307	291
长期投资	0	0	0	0
固定资产	321	305	289	273
无形资产	8	8	8	8
其他	13	10	10	10
资产总计	911	1031	1215	1346
流动负债	281	348	418	427
短期借款	21	0	0	0
应付账款	112	129	176	185
其他	148	219	242	242
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	281	348	418	427
少数股东权益	14	17	21	25
股本	139	139	139	139
资本公积	334	334	334	334
留存收益	142	195	305	424
归属母公司股东权益	616	668	778	897
负债和股东权益	911	1034	1217	1349

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	151	56	156	102
净利润	70	91	113	123
折旧摊销	36	16	16	16
财务费用	1	-6	-8	-11
投资损失	1	0	0	2
营运资金变动	32	-39	33	-30
其它	10	-6	2	1
投资活动现金流	-79	1	0	-2
资本支出	80	0	0	0
长期投资	-3	0	0	0
其他	-2	1	0	-2
筹资活动现金流	-21	-51	8	11
短期借款	21	-21	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他	-54	-30	8	11
现金净增加额	51	6	164	111

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1219	1291	1471	1542
营业成本	1012	1053	1201	1266
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	58	65	69	65
管理费用	51	59	66	69
财务费用	1	-6	-8	-11
资产减值损失	11	10	6	4
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	-2
营业利润	83	109	135	146
营业外收入	3	0	0	2
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	84	108	134	146
所得税	14	17	21	23
净利润	70	91	113	123
少数股东损益	2	3	4	4
归属母公司净利润	68	88	109	119
EBITDA	120	120	144	151
EPS (元)	0.49	0.63	0.79	0.86

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	16.6%	5.8%	13.9%	4.9%
营业利润	19.6%	31.4%	24.1%	7.5%
归属于母公司净利润	26.5%	28.8%	24.9%	9.0%
获利能力				
毛利率	17.0%	18.5%	18.3%	17.9%
净利率	5.6%	6.8%	7.4%	7.7%
ROE	11.1%	13.1%	14.1%	13.3%
ROIC	24.9%	28.4%	40.6%	41.3%
偿债能力				
资产负债率	30.8%	33.7%	34.4%	31.6%
净负债比率	7.61%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.03	2.03	2.17	2.47
速动比率	1.64	1.55	1.74	2.03
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.33	1.31	1.20
应收账款周转率	9	9	8	8
应付账款周转率	10.01	8.73	7.86	7.00
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.63	0.79	0.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.09	0.41	1.12	0.74
每股净资产 (最新摊薄)	4.42	4.80	5.59	6.44
估值比率				
P/E	24.53	19.05	15.26	13.99
P/B	2.71	2.50	2.15	1.86
EV/EBITDA	12	12	10	9

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。