

22 July 2011 | 17 pages

永新股份(002014)

领行业之銜 与需求共舞

——永新股份研究报告

黄薇

执业证书编号: S1230511010005

021-64718888-1813

huangwei@stocke.com.cn

本报告导读:

- 复合软包装产品随生产技术突破而不断应用到消费各领域, 行业内的龙头企业将与市场共舞。

投资要点:

■ 塑料软包前景广阔 食品安全加速行业集中

随着消费需求升级, 人们对日常的食品、药品、日用品在口感、安全性、便利性上的要求越来越高, 对包装材料的功能要求也更细化, 安全的多功能复合膜是发展方向。目前欧美等国用共挤法生产的复合膜已占塑料软包的 40%。我们认为多功能复合包装未来有望进入各消费领域, 尤其以食蔬果保鲜和耐高温蒸煮包装、无菌\抗菌包装、医药包装、电子产品包装为主, 预计未来 5 年复合软包行业有望保持 10%~15% 的年增速。

当前消费者安全问题的高度关注会使生产商从各个环节加强安全控制, 其中也包括对包装供应商的选择。在此背景下, 有质量保证、绿色环保达标的大型包装企业将更容易获取订单, 从而加快优胜劣汰, 提升行业集中度。

■ 领行业之銜 与需求共舞

永新的复合包装膜占有率在行业内多年排名第一, 同时在环保、盈利等多项指标上位居首位。多年来公司营收和利润保持了较好的同比增长, 即便在原材料大幅波动的年份, 通过调整产品结构、提升原料自给率、控制费用等多种方法, 管理层也向投资者交出了一份较为满意的答卷。

2011 年 2 月永新晋级“中国创新型企业 100 强”之列, 永新作为技术龙头承担着引领行业创新探索的任务, 自然也会更多地收获新业务拓展的成果。

今年 6 月公司转让子公司广州永新 4% 股权给日本包装业巨头赛龙公司, 双方有望在技术、管理和客户开拓等各方面进行合作, 广州永新的业务发展和永新股份的出口情况也将出现更为明显的提升。

■ 投资建议: 增持

我们对复合软包装行业前景乐观, 认可永新的管理能力、技术实力和扩张计划, 公司未来有望保持龙头地位与行业增长共舞。预计 11-13 年 EPS0.83 元、1.02 元和 1.23 元, 对应 PE 是 19.7X、16X 和 13.3X, 我们认为给予公司 2012 年 20X 市盈率较为合适, 故当前股价存在一定程度的低估, 建议“增持”。

财务摘要 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	1276.39	1494.03	1770.42	2112.96
(+/-)	21.03%	17.05%	18.50%	19.35%
净利润	121.24	151.64	187.34	225.37
(+/-)	20.40%	25.08%	23.54%	20.30%
每股收益 (元)	0.86	0.83	1.02	1.23
P/E	0.00	19.13	15.48	12.87

评级: 增持

上次评级: 首次评级

当前价格: ¥16.33

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.16
4Q/2010	0.31
3Q/2010	0.20
2Q/2010	0.19



公司简介

相关报告

报告撰写人: 黄薇

数据支持人: 黄薇





正文目录

1. 塑料软包装行业前景广阔	3
1.1 技术革新拓宽下游需求	4
1.2 食品安全加速行业集中	6
2. 领行业之銜 与需求共舞	7
2.1 塑料软包装龙头	7
2.2 管理能力优秀	8
2.2.1 股权激励确保利益一致	8
2.2.2 平抑周期波动 保持利润稳增	9
2.3 研发实力及客户资源优势	11
2.3.1 重研发的龙头企业	11
2.3.2 稳定优质的客户资源	11
2.4 牵手海外寻求新突破	12
3. 盈利预测	13
3.1 基础假设	13
3.2 分业务盈利预测	14
4. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 塑料软包装的下游应用领域	图 2: 某大型零食企业的包装物采购占比	4
图 3: 永新股份部分产品图片		7
图 4: 高管及员工持股在总股本中的比例		8
图 5: 永新股份最近 3 年的单季收益率		9
图 6: 永新股份最近 3 年的收入及利润增长		9
图 7: 近 5 年来主要原材料价格及永新毛利率的走势对比		10
图 8: 公司的下游客户广泛分布于食品、日化、医药领域		12
图 9: 彩印复合包装材料成本结构		13
表 1: 三种双向拉伸膜在食品包装中的运用	表 2: 各种基材薄膜的性能	3
表 3: 各种基材镀铝以后的透水性测试		4
表 4: 包装环节的安全控制		6
表 5: 1 季度末公司的股东结构		8
表 6: 公司历年来的研发投入占比		11
表 7: 上市七年来主要产品彩印复合包装的单位成本和销售单价变动		13
表 9: 公司已有产能和新增计划		13
表 10: 分业务盈利预测		14
表 11: 分业务毛利率		14





1. 塑料软包装行业前景广阔

塑料以其良好的可塑性和延展性而广泛应用于包装生产中，目前塑料产品的 25% 以上都用于制作包装材料。塑料软包装是指塑料薄膜以及它们的复合物所制成的各种袋、盒、套、包、封等形状可变包装品。

2010 年中国塑料制品总产量 5830 万吨，总产值 1.25 万亿元，是 2005 年的 2.7 倍和 2.4 倍；其中塑料包装材料产量 1100 万吨，塑料软包装材料产量 150 万吨，行业产值近 260 亿元。包装薄膜目前占全球塑料消费总量的 25%，欧洲和北美各占全球薄膜消费总量的 30%。

随着居民消费升级和化工技术革新，世界的塑料薄膜需求正不断增长，特别是发展中国家需求增速更快，包装形式由硬包装向软包装转变是推动薄膜材料需求增长的主要因素之一。目前我国规模以上塑料包装材料企业共有 8000 多家，塑料薄膜制造企业占比已近 30%。

复合包装膜是两种及以上材料经过一次或多次干式复合工艺而组合在一起，从而具有多种功能的包装基材，从功能上可分为基层、功能层和热封层。基层主要起美观、好印刷、阻湿等作用，如 BOPP、BOPET、BOPA 等；功能层主要起阻隔、避光等作用，如 VMPET、AL 等；热封层与包装物品直接接触，要具备不活跃、耐腐蚀、耐渗透等特性，如 LDPE、LLDPE、CPP 等。复合包装膜在国内的迅速发展始于 20 世纪 70 年代末，这主要得益于科学技术的发展和高分子化学工业的进步。

表 1：三种双向拉伸膜在食品包装中的运用 表 2：各种基材薄膜的性能

材料 食品	BOPP	BOPET	BOPA
1. 新鲜肉类、禽类		✓	✓
2. 加工的肉类、禽类		✓	✓
3. 鱼类	✓	✓	
4. 乳制品	✓	✓	✓
5. 饮料		✓	✓
6. 咖啡		✓	✓
7. 快餐食品	✓	✓	✓
8. 干食品	✓	✓	✓
9. 焙烤食品	✓	✓	✓
10. 烹饪油			✓
11. 农产品、果蔬		✓	

性能	对应的基材薄膜
不透明	纸、铝、着色薄膜、镀铝膜
透明	玻璃纸、塑料薄膜
刚性	纸、铝、HDPE、OPP、PET、玻璃纸、硬质 PVC
阻湿性	铝、LDPE、HDPE、PVDC、OPP、CPP、PET、K 涂膜
阻气性	铝、PVDC、PVA、PA、K 涂膜
耐油性	铝、PET、PA、PVDC、OPP、EVA、玻璃纸
耐低温性	纸、铝、PE、EVA、OPP、PET、PA、PVC
耐高温性	铝、HDPE、OPP、CPP PET、PA
热封性	PE、EVA、PVDC、CPP
印刷性	纸、铝、玻璃纸、PA、OPP、PET

资料来源：《包装材料-塑料包装》，浙商证券研究所

近年来，以珠江三角洲和长江三角洲为龙头，已形成一系列软塑包装基地与产业集群，如此集中的、高密度的扩张，在软塑包装行业是前所未有的，也是提高行业整体水平的良好机遇。珠江三角洲塑料包装生产量已经占全国总量的 40%，其中 BOPP 生产能力占全国 BOPP 总产能的 25%；BOPET、软塑包装复合彩印及包装印刷业也居全国第一。





长江三角洲地区塑料产业的一体化步伐较快，塑料包装材料产量占全行业 30% 以上。同时，长三角地区也是塑料贸易最活跃的地方，余姚、台州、常州的国际塑化城，可为企业提供一个分工细化、优势互补、信息共享、广泛协作的平台，促进了塑料包装产业的进一步发展。

表 3：各种基材镀铝以后的透水性测试

基材薄膜	厚度 (um)	蒸 镀 前 (g/m ² . 24h)	蒸 镀 后 (g/m ² . 24h)
PET	12	40-45	0.3-0.6
PET	25	20-23	0.3-0.6
CPP	25	15-20	1.0-1.5
OPP	20	5-7	0.8-1.2
OPP	25	4-6	0.5
LDPE	25	15-25	0.6
HDPE	25	19-20	0.9
PE (单向定向)	25	5-6	1.2
尼龙	15	250-290	0.5-0.8

资料来源：《包装材料-塑料包装》，浙商证券研究所

1.1 技术革新拓宽下游需求

随着消费需求的升级，商品种类和加工形式越来越多样化、人们对口感、安全性、便利性的要求也越来越高。包装作为商品流通、销售的必经环节，首要作用便是保护产品，从生产到使用要经过流通、运输、存储等多个环节，包装可以有效阻止发生破损、漏失、挥发、变质或污染等各类情况。

针对市场日益丰富的需要，复合软膜的功能也随之细化，例如：对 PP 作防潮处理制成的防潮膜，进一步细分为防潮、防结露、防水蒸汽、可调节水分等几种类型；防腐膜可包装易腐、酸度大、甜度大的食品；保鲜膜附加了防霉、无冷凝结露等功能；水调节膜能有效吸收水果释放的乙烯气体；新型专用食品包装膜可提高食品包装的保香性；高屏蔽膜可保色、香、味、营养指标及口感质量的稳定性等等。

图 1：塑料软包装的下游应用领域

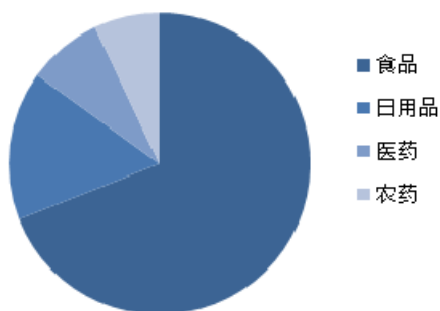
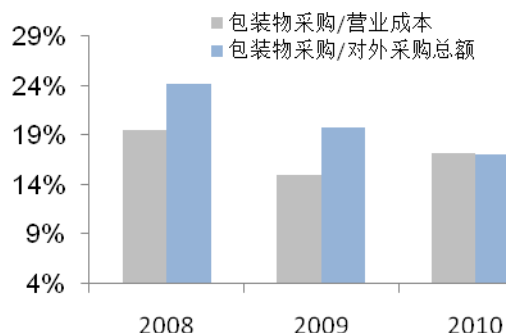


图 2：某大型零食企业的包装物采购占比



资料来源：洽洽食品招股书，浙商证券研究所





随着复合膜承载的功能增加，生产工艺也必须变革。在薄膜复合环节，当前业内领先企业采用的共挤出涂布和复合工艺，相比普通干法复合可以有效减少有机溶剂的使用，同时可以选用不同的加工树脂，给复合结构带来更佳的功能组合，目前欧美等国共挤复合包装膜的使用量占整个软塑包装材料的 40%。在印刷环节，水性油墨和高速柔版印刷技术的使用也可以有效减少二次污染。

从国外的实际使用经验来看，多功能复合包装未来有望进入各消费领域。一是食品包装，主要有蔬果保鲜和耐高温蒸煮包装。我国 2009 年水果总产量 2.04 亿吨，蔬菜产量为 6 亿吨，是世界第一大果蔬生产和销售大国。但果蔬的采后商品化处理程度低，加工比例仅 10%，贮藏比例不足 20%，其中包装不当是引起水果腐烂损失的原因之一，每年因贮存、运输、销售而遭受损失的果蔬占比在 25%以上；如果进一步升级保鲜包装，水果贮藏期可延长至 3~6 个月，与之对应的是反季节销售的利润大幅增长。因此，对于中国农产品这样一个巨大而初级的市场，避免损失和保鲜销售是果农选用各类新型保鲜膜的实际动力。随着微波炉、电磁炉等家用电器的普及，在高温环境下使用的食品包装需求日渐增大。该类食品包装材料的要求是高温下不显著变形、破损、各类添加剂不挥发，微波炉还要求包装材料中不含金属材料等。目前国内使用最多的是 PE 食品保鲜膜年产量约 1 万吨，产值约 1.5 亿，但可用于持续高温环境的包装材料还较少。

二是无菌和抗菌包装。除食品外，无菌包装主要应用于医药和日化领域，材料为纸、塑、铝塑等高阻隔性的共挤复合膜。目前我国一次性生活用纸市场规模约 900 亿，其中高端产品如婴儿纸尿裤市场规模为 185 亿元，比上年增长 28%；以开架式面膜为代表的一次性护肤品销售额 120 亿元，近 3 年的销售增长保持在 20%以上。按中高端日化类产品包装占商品售价的 4%估算，仅此两项日化产品包装的市场空间就达 20 亿。

三是医药包装。由于医药包装的多层复合薄膜的生产技术与食品一样，也以多层共挤吹塑法和多层共挤流延法为主，加之医用包装市场潜力大，利润高，海内外均有多家食品包装薄膜公司进军医药包装薄膜领域，各类新型基材都已不同程度的运用到颗粒型、中药粉剂型、防潮胶囊型甚至液体型药品包装中。以中成药为例，今年 1-5 月份全国医药产值 5693 亿元，其中中成药 1218 亿元，同比增长 31%，照此推算国内中成药包装年产值近 120 亿元。

四是电子产品包装。以锂电池为例，含聚合物吸水层的高阻隔锂电池复合包装膜在近几年上市。吸水层能将电池内部残留的水份及副反应产生的水份有效地吸收，更好地达到防水、防潮、良好的密封效果和绝缘性能。2010 年我国锂电池产量近 20 亿只，产值 1600 亿，粗略估计该锂电复合包装的市场替代空间就有近 30 亿。





1.2 食品安全加速行业集中

当前整个社会对食品/日用品安全问题的关注度相当高，除食品/日用品的原材料和添加剂之外，食品/日用品包装容器等接触材料也是影响安全与否的重要因素。我们认为，当前整个消费群体对食品/日用品/药品安全问题的高度关注会使得生产商从各个环节加强安全控制，其中也包括对包装供应商的严格筛选。在此背景下，有质量保证的大型包装生产企业获取更多订单是大概率事件。

复合软包装生产环节的安全性主要从控制溶剂残留、控制原材料及油墨胶粘剂中小分子物的迁移量、控制异物和生产过程卫生等几方面来体现。在整个控制体系中，油墨和溶剂的使用、稳定的生产工艺和全套检测设备，以及全程追踪等对企业生产的要求都大大提升，而没有技术基础也没有资金实力的中小型包装企业是根本无法在短期内满足要求的。

表 4：包装环节的安全控制

控制方向	具体要求
溶剂残留控制措施	※ 推广使用无苯油墨和水溶性粘合剂；
	※ 推广使用无溶剂复合或挤出复合工艺；
	※ 食品用复合膜企业必须配备检测产品溶剂残留量的设备。
原材料及油墨胶粘剂中小分子物的迁移量控制	※ 建立从原材料采购、检验、生产、成品及检测、发货等全过程的质量追踪系统；
	※ 对所有使用的原辅材料供应商要求签署食品安全接触材料的符合性证书，以确保从原材料开始质量的稳定和建立一个负责任的质量保证系统。
异物控制和生产过程卫生控制	※ 生产场所和设备 5S 控制，应改善厂房的硬件实施，保证厂房的密闭性和空调设备的清洁；生产过程中每次换单应清洁设备，确保没有异物混入产品中；
	※ 加强蚊虫控制，应定期熏蒸车间、及时维护灭蝇灯具；

资料来源：中塑在线，浙商证券研究所

随着环保呼声的日益高涨，“绿色包装”在我国的推广也渐行渐近，“绿色包装”是指对生态环境不造成污染，对人体健康不造成危害，能循环和再生利用，可促进持续发展的包装物质，它不是一个单独的概念，而是由系列的技术、产品、管理、标准、课题等集合而成的一个体系，其中技术产品是核心所在。目前我国的复合膜生产在大部分技术上与国外同类产品的技术和质量相比差异并不大，但在应用上的发展差异很大，主要源于对环境保护、食品安全等问题的认识差异。2011 年工业和信息化部、财政部、科技部联合授予了我国第一批“国家资源节约型、环境友好型试点企业”试点企业，标志着“绿色包装”认证在中国包装行业正式树立，它是包装企业在环保时代的分水岭。





2. 领行业之銜 与需求共舞

2.1 塑料软包装龙头

永新股份归属塑料软包装制品行业，主营产品包括彩印复合包装材料、真空镀铝膜（外销加自用）和塑料软包装薄膜（自用）三大类。彩印复合包装产品主要用于食品包装、洗涤用品包装、药品包装、农药包装、建材包装等；真空镀铝膜产品主要有镀铝 PET 膜、镀铝 CPP 膜、镀铝 PE 膜、镀铝 BOPP 膜等，用于生产彩印复合包装的阻隔层、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。

根据中国包装联合会塑料制品包装委员会提供的资料，公司上市前（2002 年）市占率为 2.6%，2004 年上市，05 年市占率升至 3.5%，2010 年继续升至 5%。公司在塑料软包装行业近 10 年来的占有率都排名第一，并同时在生产产能、盈利水平等多项指标方面位居行业首位。公司（本部加子公司）现有彩印复合包装产能 6.2 万吨，真空镀铝包装产能 1 万吨，塑料软包装产能 2.7 万吨，合计产能已达 10 万吨。

图 3：永新股份部分产品图片



资料来源：公司官网，浙商证券研究所





2.2 管理能力优秀

2.2.1 股权激励确保利益一致

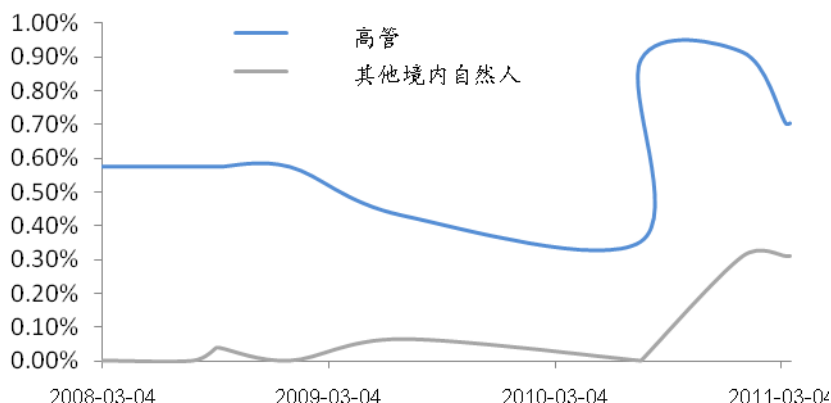
永新股份成立于 1992 年，2002 年改制为黄山永新股份有限公司，2004 年 1 月 A 股上市。公司早在 2006 年便启动了限制性股票（激励期为 2007-2012 年，针对中层管理人员）与股票期权激励计划（分 2007、2009 和 2011 三期行权，针对公司高层）。两个计划的行权条件为：（1）净利润相对上年增长超过 10%；（2）加权平均 ROE 不低于 10%。激励机制已进入第五年，我们看到公司治理结构日趋完善，管理层和股东利益趋于一致，这在中小型制造企业中实属难得。

表 5：1 季度末公司的股东结构

股东名称	机构类型	持股数量(万股)	占流通 A 股比例(%)
黄山永佳(集团)有限公司	一般法人	6,147	33.93
美佳粉末涂料有限公司	外资股东	983	5.43
大永真空科技股份有限公司	外资股东	932	5.15
永邦中国投资有限公司	外资股东	769	4.25
东方证券股份有限公司	券商	395	2.18
海富通股票证券投资基金	基金	286	1.58
海富通强化回报混合型证券投资基金	基金	227	1.25
海富通收益增长证券投资基金	基金	193	1.07
诺安成长股票型证券投资基金	基金	182	1.01
中小企业板交易型开放式指数基金	基金	89	0.49
合计		10,203	56.32

资料来源：浙商证券研究所

图 4：高管及员工持股在总股本中的比例



资料来源：浙商证券研究所

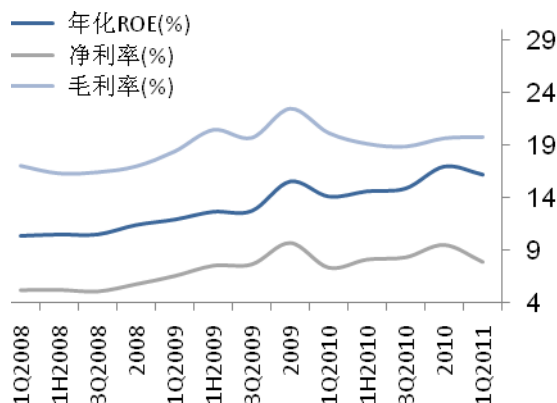




2.2.2 平抑周期波动 保持利润稳增

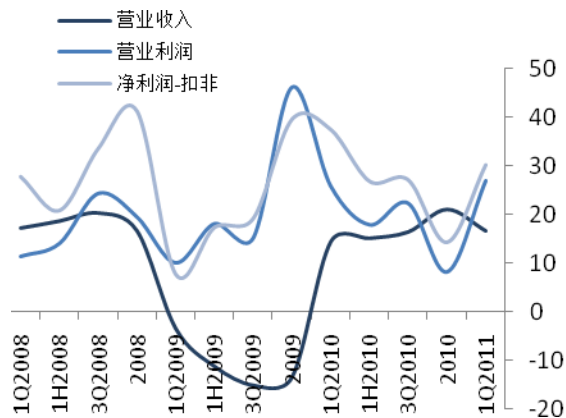
公司多年的营收和利润都保持了较好的同比增势，即便在原材料大幅波动的年份，通过提升产品结构、转嫁原材料成本、控制费用等多种方法，管理层也向投资者交出了一份较为满意的答卷。

图 5：永新股份最近 3 年的单季收益率



资料来源：浙商证券研究所

图 6：永新股份最近 3 年的收入及利润增长



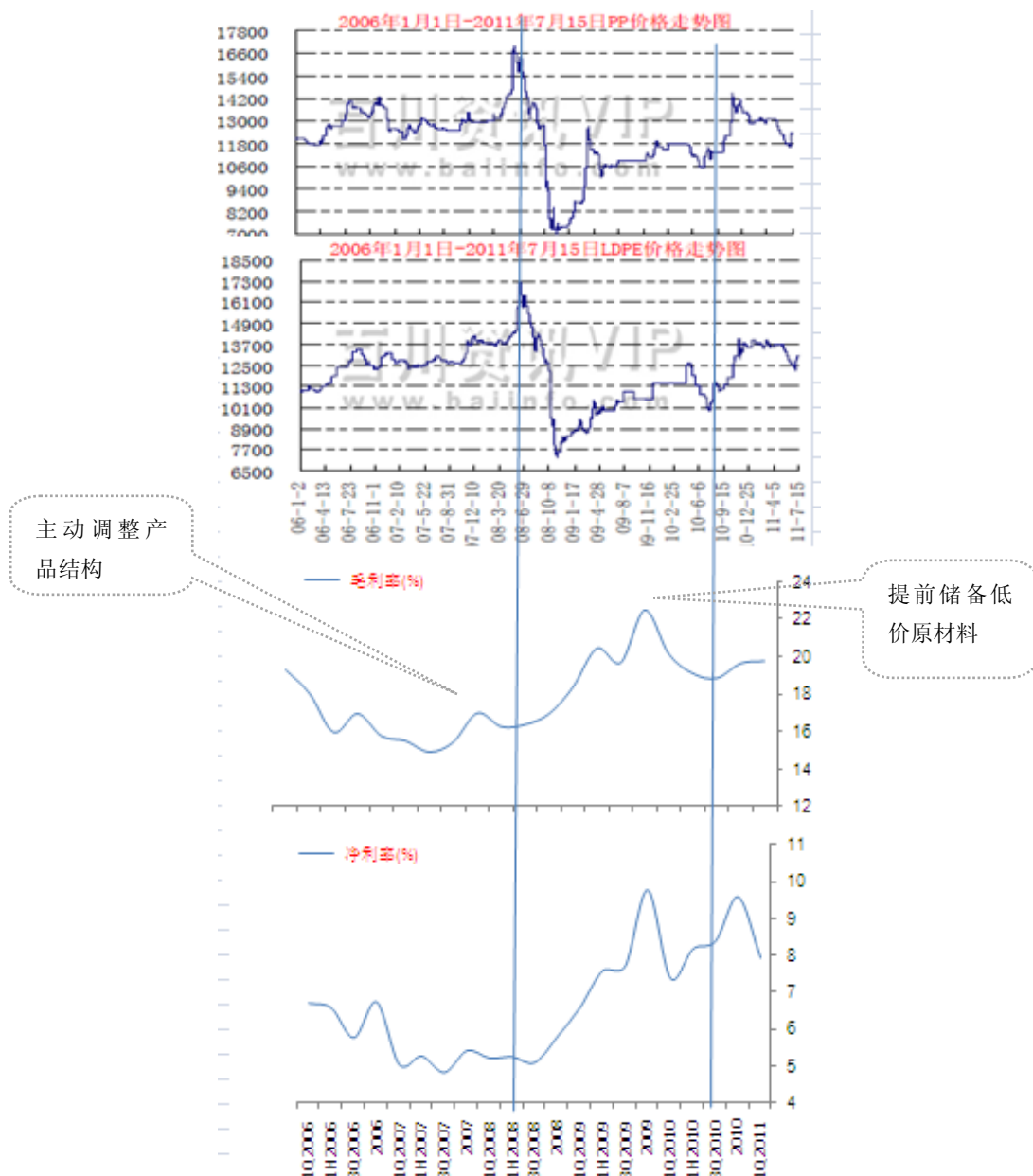
资料来源：浙商证券研究所

公司主要原材料是 PP 和 PE、PET 等石油衍生品，我们将 06 年至今的 PP 和 LDPE 价格走势与同期永新股份的毛利率走势对比，发现在原料价格明显上升的过程中，永新的毛利率逆势而上的情形出现过 2 次，分别发生在 07 年下半年和 09 年下半年，前次主要得益于公司主动调整产品结构，发展高毛利的医药、日化类产品避免低端价格竞争；后一次主要得益于公司在 08 年原料价格下跌时进行提前采购。此外，公司近年来一直在提升原料自给率，公司已有 CPP 产能 1 万吨，PET 产能 1.5 万吨，自给率已有 80% 以上，另有 1.2 万吨的塑料软包装薄膜将于今年年末在广州永新建成，这也有助于稳定彩印包装产品的原料来源和成品质量，对平抑毛利也有积极作用。因此，基于原材料价格未来将在高位震荡的判断，我们认为管理层可能会将未来的毛利突破点放在产品结构调整上。





图 7：近 5 年来主要原材料价格及永新毛利率的走势对比



资料来源：公司网站，浙商证券研究所





2.3 研发实力及客户资源优势

2.3.1 重研发的龙头企业

公司是国家火炬计划重点高新技术企业、国家级创新型企业、安徽省高新技术企业，并建立了博士后科研工作站，多次被中国包装联合会授予“中国包装龙头企业”、“中国包装产品定点生产企业”等荣誉称号。2009 年公司完成 30 项新产品研发项目，申请 5 项发明专利、11 项实用新型专利；10 年永新共完成 57 项新品研发项目，申报专利 15 项，获得授权专利 12 项。2011 年 2 月，国家科技部、国务院国资委、全国总工会首次发布了基于技术依存度指数的创新型企业 TOP100 榜单，永新股份晋级“中国创新型企业 100 强”之列；2011 年 5 月，永新获得中国轻工业联合会科技优秀奖。我们认为，在以技术革新为发展驱动力且市场完全竞争的塑料软包行业，作为龙头的永新股份承担着引领行业创新探索的任务，自然也会更多地收获开辟新业务新领域的成果。

表 6：公司历年来的研发投入占比

	2008 年	2009 年	2010 年
研发费用投入金额	4,987	5,234	4,583
营业收入	121,943	105,458	127,639
占营业收入比重（%）	4.09	4.96	3.59

资料来源：浙商证券研究所

2.3.2 稳定优质的客户资源

公司产品彩印复合包装材料广泛应用在食品、医药、日化等多个领域，多年来已培育出一批稳定、优质的国内外客户。部分海外客户对包装供应商的选择和考核原则非常严格，包括交货时间、交货质量、售后服务、产品创新、产品售价等多方面的指标考核，此外还有对生产现场和质检体系的“年审”，涵盖原料采购、硬件设施、软件设施、生产现场、产品质量、企业管理、员工培训、用工制度、存货管理、物流运输等方方面面。

经过双方的互评及磨合期后，无论对下游客户还是对包装供应商来说都不会随意更换合作方，2010 年 10 月，永新股份荣膺宝洁全球“企业供应商卓越奖”。因此我们认为永新的业务稳定性主要来源于客户订单的稳定。





图 8：公司的下游客户广泛分布于食品、日化、医药领域



资料来源：浙商证券研究所

2.4 牵手海外寻求新突破

公司于今年 6 月 24 日公告，将广州永新 4% 的股权转让给日本赛龙株式会社，目的是引进日方先进的管理方法和高效严谨的工作作风，及时了解和掌握日本同行业先进的技术 and 市场需求。

在华日资企业众多，业务涉及下游众多领域，如食品、电子、日化等都有非常广阔的业务合作前景。赛龙包装是日本排名居前的包装巨头，永新与赛龙有望在技术、管理和客户开拓等各方面进行合作，我们认为广州永新的业务发展和永新股份的出口情况都会出现更为明显的提升。





3. 盈利预测

3.1 基础假设

产能。2011-2012 年，主要产品彩印复合包装材料只有广州永新有 0.5 万吨的新增产能，规模增长主要依靠开工率的提升；此外，塑料包装薄膜有 1.2 万吨产能将于 2012 年投产；随着公司与日方合作的进一步加深，广州永新或西南地区的新设子公司有望贡献产能。

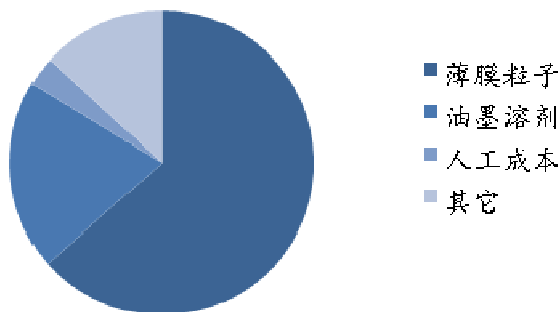
毛利率。通过对单位成本及原材料结构的分拆及涨幅判断，我们预计 2011 年主要产品彩印复合材料的单位成本将继续上升 10% 左右，公司利用原材料预先采购及上调售价可转移绝大部分，2011 年毛利小幅下降至 19.20%。2012-2013 年单位成本的上涨将趋缓，公司主要通过产品结构调整来提升毛利，预计明后两年彩印复合产品的毛利有所回升。

表 7：上市七年来主要产品彩印复合包装的单位成本和销售单价变动

	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
彩印复合销售单价（万元/吨）	2.60	2.41	2.68	2.45	2.41	2.43	2.28
价格变动	8%	-10%	10%	2%	-1%	7%	
彩印复合单位成本（万元/吨）	2.10	1.84	2.22	2.07	2.01	2.00	1.82
成本变动	14%	-17%	8%	3%	0%	10%	

资料来源：浙商证券研究所

图 9：彩印复合包装材料成本结构



资料来源：浙商证券研究所

表 8：公司已有产能和新增计划

项目（万吨）	地址	彩印复合包装	真空镀铝包装	塑料软包装
已有产能	黄山本部	4.5	1.0	2.7
	河北子公司	1.0		
	广州子公司	0.7		
	合计	6.2	1.0	2.7
计划新建产能	黄山本部			1.2
	河北子公司			
	广州子公司	0.5		
	合计	0.5	0.0	1.2

资料来源：浙商证券研究所





3.2 分业务盈利预测

表 9：分业务盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,276	1,494	1,770	2,113
彩印复合包装材料(百万元)	1,172	1,375	1,627	1,953
真空镀铝包装材料(百万元)	45	50	57	60
塑料软包装薄膜(百万元)	29	38	54	65
其它	30	31	33	35
营业成本	1,025	1,205	1,420	1,675
彩印复合包装材料(百万元)	944	1,111	1,304	1,544
真空镀铝包装材料(百万元)	42	46	52	55
塑料软包装薄膜(百万元)	27	34	49	59
其它	12	14	15	16

资料来源：浙商证券研究所

表 10：分业务毛利率

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增速	21.03%	17.05%	18.50%	19.35%
毛利增速	5.71%	15.25%	21.15%	24.94%
综合毛利率	19.68%	19.38%	19.81%	20.74%
彩印复合包装材料	19.43%	19.20%	19.85%	20.94%
真空镀铝包装材料	7.46%	8.50%	8.50%	8.50%
塑料软包装薄膜	8.23%	9.00%	9.00%	9.00%

资料来源：浙商证券研究所





4. 投资建议

如前所述，我们对复合软包装行业未来前景持乐观态度，且永新股份的管理得力、技术实力雄厚，客户资源突出，扩张计划清晰，未来将继续保持龙头地位，与行业增长共舞。预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.83 元、1.02 元和 1.23 元，对应当前股价的 PE 是 19.7X、16X 和 13.3X，我们认为给予公司 2012 年 20X 市盈率较为合适，故当前股价存在一定程度的低估，建议“增持”。

5. 风险提示

下游客户遭遇如“塑化剂事件”类的系统性风险；

原材料价格上涨过快；





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	740.16	851.71	1008.70	1119.33
现金	305.32	362.42	427.29	458.40
应收账款	165.97	198.43	223.61	269.50
其它应收款	1.82	2.02	2.61	2.90
预付账款	35.69	56.25	42.71	71.41
存货	187.80	193.38	248.51	260.52
其他	43.56	39.22	63.97	56.60
非流动资产	363.78	387.57	419.09	460.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	299.50	326.31	356.53	394.48
无形资产	26.86	28.77	31.76	36.19
其他	37.43	32.49	30.80	29.52
资产总计	1103.94	1239.28	1427.79	1579.53
流动负债	333.08	372.73	454.78	480.67
短期借款	3.39	10.55	6.95	6.96
应付账款	108.80	151.19	163.64	192.03
其他	220.89	210.98	284.19	281.67
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	333.08	372.73	454.78	480.67
少数股东权益	19.99	20.76	21.69	22.82
归属母公司股东权益	750.87	845.80	951.31	1076.04
负债和股东权益	1103.94	1239.28	1427.79	1579.53

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	112.52	163.37	220.05	222.79
净利润	122.08	152.01	187.01	226.29
折旧摊销	41.49	40.14	48.66	59.17
财务费用	0.26	-6.00	-5.99	-6.80
投资损失	-0.66	-3.20	-2.00	-2.00
营运资金变动	-48.79	-21.75	-6.60	-53.63
其它	-1.85	2.17	-1.03	-0.24
投资活动现金流	-63.94	-63.12	-77.00	-98.06
资本支出	23.11	25.96	30.69	40.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-40.83	-37.16	-46.31	-57.13
筹资活动现金流	-58.02	-43.15	-78.18	-93.62
短期借款	-3.50	7.16	-3.61	0.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-54.51	-50.31	-74.58	-93.63

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1276.39	1494.03	1770.42	2112.96
营业成本	1025.29	1204.51	1419.66	1674.72
营业税金及附加	0.46	0.72	0.81	0.91
营业费用	55.65	60.51	71.70	87.69
管理费用	62.18	66.04	74.18	98.25
财务费用	0.26	-6.00	-5.99	-6.80
资产减值损失	1.73	1.49	2.66	3.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.21	0.07
投资净收益	0.66	3.20	2.00	2.00
营业利润	131.48	169.96	209.62	257.10
营业外收入	11.96	10.00	12.00	10.00
营业外支出	0.30	0.50	0.80	0.53
利润总额	143.13	179.46	220.82	266.56
所得税	21.05	27.46	33.80	40.27
净利润	122.08	152.01	187.01	226.29
少数股东损益	0.84	0.76	0.94	1.13
归属母公司净利润	121.24	151.25	186.08	225.16
EBITDA	174.15	208.38	256.23	310.69
EPS (摊薄)	0.86	0.83	1.02	1.23

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入增长率	21.03%	17.05%	18.50%	19.35%
营业利润增长率	8.25%	29.27%	23.33%	22.65%
归属于母公司净利润增长率	20.40%	24.75%	23.03%	21.00%
获利能力				
毛利率	19.67%	19.38%	19.81%	20.74%
净利率	9.56%	10.17%	10.56%	10.71%
ROE	15.84%	17.54%	19.22%	20.59%
ROIC	15.00%	16.64%	18.35%	19.72%
偿债能力				
资产负债率	30.17%	30.08%	31.85%	30.43%
净负债比率	0.44%	1.22%	0.71%	0.63%
流动比率	2.22	2.29	2.22	2.33
速动比率	1.66	1.77	1.67	1.79
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.28	1.33	1.41
应收账款周转率	8.76	8.20	8.39	8.57
应付账款周转率	9.97	9.27	9.02	9.42
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.86	0.83	1.02	1.23





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

