

永新股份 (002014)

强烈推荐 (维持)**30%增速+18X 估值+新兴项目=强烈推荐****市场数据**

报告日期	2011-7-26
收盘价(元)	15.71
总股本(百万股)	183.02
流通股本(百万股)	181.16
总市值(百万元)	2875.23
流通市值(百万元)	2846.09
净资产(百万元)	757.29
总资产(百万元)	1089.77
每股净资产	4.14

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1276	1757	2195	2703
同比增长(%)	21.0%	37.7%	24.9%	23.1%
净利润(百万元)	121	157	205	270
同比增长(%)	20.4%	29.2%	31.0%	31.4%
毛利率(%)	19.7%	19.7%	20.2%	21.0%
净利率(%)	9.5%	8.9%	9.3%	10.0%
净资产收益率(%)	16.1%	18.4%	21.0%	23.6%
每股收益(元)	0.66	0.86	1.12	1.47
每股经营现金流(元)	0.69	0.91	1.05	1.36

相关报《价值被低估，买点凸现》
2011-5-18

《油价上涨对盈利能力影响有限》2011-4-27

《优秀管理抵御成本压力》
2011-1-28**投资要点****事件:**

公司公布半年报: 2011 年上半年实现营业收入 7.4 亿, 同比增长 20.86%; 营业利润 7300 万, 同比增长 26.8%; 归属于母公司所有者的净利润 6200 万, 同比增长 25.9%, 基本每股收益 0.34 元。

点评:

- **业绩符合预期:** 我们此前预测公司上半年含税收入 8 个多亿, 净利润 6300 万, 对应 EPS0.34 元, 与公司中报业绩高度吻合。
- **市场开拓卓有成效, 推动收入显著增长:** 上半年公司收入增长最快的区域主要为河北子公司和国际市场, 分别增长 40%和 53%, 合计 1.2 亿, 占总收入 16%。主要来自销量增长, 除老客户订单量自然增长外, 新客户开发是推动收入增长的一个重要因素。
- **毛利率坚挺是中报最大亮点:** 上半年油价高位徘徊, 导致公司上游原材料价格居高不下, 使得市场一度担心公司毛利率下滑在所难免。但从中报情况看, 公司上半年毛利率 19.14%, 同比上升 0.37 个百分点, 未降反增。单季度来看, 一、二季度毛利率分别为 19.8%和 19.21%, 环比仅有下滑年
-
- **销售收入结构分析** (分业务或分产品收入占比及同比、环比增速、产品量价的变化) (注: 涉及大宗原料及产品价格最好用图表示, 不要放在

分析师 雒雅梅
021-38565935
luoyam@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120006

略有下滑。

我们认为，在油价高企的背景下，公司能够保持毛利率的坚挺实属不易。一方面得益于公司较高的原材料自给率（公司的 CPP 和 BOPET 全部自给）；另一方面得益于公司近年产品结构的持续优化（主动淘汰低毛利订单，不断向高毛利产品集中）。

- **试水新业务领域，成长或将提速：**与中报一起，公司同时公告了三个投资项目：1、投资 2.6 亿元建设年产 1.6 万吨柔印无溶剂复合包装材料项目；2、投资 5000 万元建设年产 3500 吨异性注塑包装材料项目；3、投资 8000 万元建设年产 1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目。其中前 2 个项目实施地在黄山经济开发区，后一个项目实施地在河北子公司。

我们分析认为，相较现有业务，前 2 个项目在应用领域上存在较大拓展或延伸：

首先，异性注塑包装项目：将使公司从目前软塑包装领域拓展至硬塑领域，发展空间更为广阔。且注塑包装的盈利水平好于软塑包装，典型案例如通产丽星，07-09 年注塑业务毛利率稳定在 23%。

但我们认为，与通产丽星专注于化妆品配套包装不同的是，公司的注塑业务可能不会完全脱离当前食品、日用品等应用领域，主要可能为现有软塑包装提供配套服务，如塑料盖子等，因此，我们认为未来不会和通产丽星形成正面竞争。

其次，柔印无溶剂复合包装：顾名思义，其环保性要求更高，因此，我们推测，如果顺利通过环评，在公司未来可以向对环保性、安全性要求更高的业务领域拓展，如卫生用品等。而这些领域无论行业容量、增速还是利润空间都远高于当前软塑包装行业，因此，未来想象空间更大。

- **资金缺口凸显，融资即将提上议程：**根据公告，此次拟投资的三个项目共需资金 3.9 亿元，加上当前黄山本部和广州永新在建项目，我们预计公司未来的资金需求量不少于 4 亿，而资产负债表显示，公司当前帐上货币资金仅 1.9 亿元，远远满足不了需求，因此我们推测，未来融资迫在眉睫。

但鉴于公司当前偏低的资产负债率水平（28.65%），我们预计融资方式有可能通过债权实施，如发行公司债等，但考虑到持久的发展动力，股权融资也是个不错选择，具体选择哪种方式可能要视资金紧迫程度和发展战略而定。

- **全年增速 30%，存在超预期可能：**就季节性而言，上半年是传统销售淡季，下半年，尤其是四季度一般达到全年销售高峰。而今年上半年，在油价高企，整体经济低迷的大背景下，公司通过不懈努力，不但稳住了毛利率，而且取得了 26% 的不俗增长。

下半年来看，我们认为以下几个因素将共推公司业绩实现 30% 以上增长：（1）进入销售旺季，订单饱满；（2）油价回落，毛利率存在进一步提升可能；（3）广州永新 1.2 万吨产能（产能增长 20%）即将于 7 月底投产，届时将全面改

观广州子公司的盈利能力。

- **30%业绩增长+18X 估值+新兴项目 =强烈推荐：**公司上半年订单饱满，预计产能利用率接近 90%，相对于 85%左右的正常水平，已十分饱和，

未来 2 年来看，公司在建和拟建新老项目均将陆续投产：（1）广州永新 1.2 万吨高阻隔包装材料 2011 年 7 月底投产；（2）黄山开发区基础设施及搬迁改造项目预计 2011 年 12 月份投产；（3）黄山开发区 1.2 万吨多功能包装材料 2012 年 3 月份投产；而此次公告拟建的 3 个新项目我们预计建设期也不会超过 2 年。这些产能合计共约 5 万吨，相当于现有产能 50% 的增长，足以为未来 2 年业绩增长提供充足动力。同时，产品结构升级仍将是公司未来发展的主基调，因此我们测算公司未来 2 年能够保持 30% 左右增速。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.86 元、1.12 元、1.47 元，对应 PE 分别为 18X、13X、10X，估值优势突出，维持“强烈推荐”评级。

表、永新股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	288	320	344	378	362.3	25.6%	612	740	20.9%	订单增长
营业成本	237	261	269	303	292.7	23.7%	495	596	20.3%	
毛利	52	59	75	75	69.6	34.3%	117	144	23.2%	
销售费用	12	15	16	15	15.5	26.4%	25	31	26.5%	
管理费用	11	13	21	16	14.8	33.5%	29	30	4.9%	
财务费用	1	-1	0	-0	-0.1	-112.3%	1	-0	-131.4%	
资产减值	-2	0	-3	7	-0.5	-	5	7	34.4%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	-0	1	0	-0	-0.3	-	-0	-1	-	
营业利润	30	33	41	35	38.0	26.6%	58	73	26.8%	
利润总额	30	33	52	35	38.0	25.1%	58	73	25.3%	产品结构调整+原料自给率提高
净利润	26	28	44	30	32.4	25.3%	49	62	25.9%	
EPS	0.141	0.153	0.240	0.163	0.2	25.3%	0.270	0.340	25.9%	
销售费用率	4.3%	4.6%	4.8%	4.1%	4.3%	0.0%	4.0%	4.2%	0.2%	
管理费用率	3.8%	3.9%	6.0%	4.1%	4.1%	0.2%	4.7%	4.1%	-0.6%	
财务费用率	0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.2%	
所得税率	14.2%	15.0%	14.7%	15.1%	14.5%	0.3%	14.6%	14.8%	0.2%	
毛利率	18.0%	18.4%	21.8%	19.8%	19.2%	1.2%	19.1%	19.5%	0.4%	
净利润率	9.0%	8.8%	12.8%	7.9%	8.9%	0.0%	8.1%	8.4%	0.3%	

定期报告点评

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	740	891	1080	1328
货币资金	305	361	414	505
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	166	212	264	325
其他应收款	2	2	3	4
存货	188	223	280	345
非流动资产	364	387	403	413
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	299	323	330	329
在建工程	22	11	6	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	27	39	54	68
资产总计	1104	1278	1483	1740
流动负债	333	403	481	567
短期借款	3	5	4	4
应付票据	116	150	184	223
应付账款	109	155	193	235
其他	105	94	100	104
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	333	403	481	567
股本	141	183	183	183
资本公积	343	301	301	301
未分配利润	203	290	396	538
少数股东权益	20	23	27	31
股东权益合计	771	874	1002	1174
负债及权益合计	1104	1278	1483	1740

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121	157	205	270
折旧和摊销	41	41	48	55
资产减值准备	0	4	7	8
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-5	-6	-8
投资损失	-1	-0	-0	-0
少数股东损益	1	3	4	4
营运资金的变动	49	33	65	79
经营活动产生现金流量	112	167	192	250
投资活动产生现金流量	-23	-62	-64	-64
融资活动产生现金流量	-58	-50	-75	-95
现金净变动	31	55	53	91
现金的期初余额	310	305	361	414
现金的期末余额	342	361	414	505

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1276	1757	2195	2703
营业成本	1025	1412	1751	2134
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	56	83	104	128
管理费用	62	82	104	129
财务费用	0	-5	-6	-8
资产减值损失	2	4	4	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	131	182	238	315
营业外收入	12	8	8	9
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	143	188	246	323
所得税	21	28	37	48
净利润	122	160	209	274
少数股东损益	1	3	4	4
归属母公司净利润	121	157	205	270
EPS (元)	0.66	0.86	1.12	1.47

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.0%	37.7%	24.9%	23.1%
营业利润增长率	8.3%	38.4%	31.0%	32.1%
净利润增长率	20.4%	29.2%	31.0%	31.4%
盈利能力(%)				
毛利率	19.7%	19.7%	20.2%	21.0%
净利率	9.5%	8.9%	9.3%	10.0%
ROE	16.1%	18.4%	21.0%	23.6%

偿债能力(%)

资产负债率	30.2%	31.6%	32.4%	32.6%
流动比率	2.22	2.21	2.24	2.34
速动比率	1.64	1.64	1.64	1.71

营运能力(次)

资产周转率	122.8	147.6%	159.0%	167.7%
应收帐款周转率	813.8	865.7%	854.6%	849.1%

每股资料(元)

每股收益	0.66	0.86	1.12	1.47
每股经营现金	0.69	0.91	1.05	1.36
每股净资产	4.10	4.65	5.33	6.24

估值比率(倍)

PE	23.7	18.4	14.0	10.7
PB	3.8	3.4	2.9	2.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。