

油价跌破 80，永新抵御寒流

公司研究动态

◆全球经济增长放缓以成定局，防御凸显重要性：

9月IMF在最新的全球经济展望中全面下调世界经济增速预测，2011-2012年全球经济增速较6月展望分别下调0.3、0.5个百分点；发达经济体的增速下调0.6、0.7个百分点，其中美国经济增速分别下调1、0.9个百分点，欧元区遭下调0.4和0.6个百分点。新兴经济体虽然发展势头不俗，但IMF仍调低其增长预期，2011-2012年新兴经济体的增速分别下调0.2、0.3个百分点，中国今明两年经济增速遭下调0.1和0.5个百分点。

◆从历史业绩看，公司的防御特征一览无疑：

从历史业绩看，公司的收入只是在09年金融危机、三聚氰胺两个事件叠加的影响下出现过小幅下滑，而净利润一直保持平稳较快的增长势头，尤其值得注意的是当09年收入下滑时，由于石油价格的剧烈下挫，令公司毛利率出现大幅提升，驱动利润增速反而达到历年高点。

这种防御性主要源自于塑料软包装行业的下游应用领域以食品、日化、医药和农药等抗周期行业为主。

◆下游行业保持快速增长：

2011年前7月，食品行业主营收入累计同比增速均达到34.3%，较1-6月持平；日化行业主营收入累计同比增速达到21.8%，较1-6月提升0.8个百分点；医药行业主营收入累计同比增速达到30%，与前6月保持一致。塑料软包装的下游行业仍然保持快速增长。

◆油价跌破 80 美元/桶，对公司构成利好：

公司的主要原材料包括BOPP膜、PE膜及粒料、CPP膜及PP粒料等，均属石化产品，WTI原油期货价格现已跌破80美元/桶。石油价格的下跌将提振公司毛利率。

◆估值已经具备吸引力，给予“买入”评级：

公司当前股价对应2011-2012年EPS的PE分别为20倍、16倍，我们认为公司未来三年利润的复合增速将达到23%，无论从其业绩增长情况及可比公司当下的估值水平来看，公司目前的股价已具备吸引力，给予“买入”评级，目标价20.58元。

◆风险提示：塑料制品出现安全性事故、美国推出QE3刺激油价重新上涨

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,055	1,276	1,622	1,957	2,439
营业收入增长率	-13.52%	21.03%	27.09%	20.64%	24.62%
净利润(百万元)	101	121	149	188	229
净利润增长率	47.97%	20.40%	22.93%	26.35%	21.52%
EPS(元)	0.55	0.66	0.81	1.03	1.25
ROE(归属母公司)	14.72%	16.15%	18.03%	19.41%	20.04%
P/E	29	24	20	16	13

买入(首次)

当前价/目标价：15.96/20.58元

目标期限：6个月

分析师

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人：

姜浩

021-22169125

jianghao@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.83

总市值(亿元)：29.21

一年最低/最高(元)：14.19/26.95

近3月换手率：81.03%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.96	14.92	13.78
绝对	-8.97	3.09	7.20

一、全球经济增长放缓已成定局，防御凸显重要性

9 月 IMF 在最新的全球经济展望中全面下调世界经济增速预测，2011-2012 年全球经济增速较 6 月展望分别下调 0.3、0.5 个百分点；发达经济体的增速下调 0.6、0.7 个百分点，其中美国经济增速分别下调 1、0.9 个百分点，欧元区遭下调 0.4 和 0.6 个百分点。新兴经济体虽然发展势头不俗，但 IMF 仍调低其增长预期，2011-2012 年新兴经济体的增速分别下调 0.2、0.3 个百分点，中国今明两年经济增速遭下调 0.1 和 0.5 个百分点。

表 1: IMF 全面下调全球未来经济增速

2011 年 9 月 IMF 全球经济展望

	2009	2010	经济增速预测 (%)		与 6 月份预期 变化幅度 (%)	
			2011	2012	2011	2012
全球经济增速	-0.7	5.1	4.0	4.0	-0.3	-0.5
发达经济体	-3.7	3.1	1.6	1.9	-0.6	-0.7
美国	-3.5	3.0	1.5	1.8	-1.0	-0.9
欧元区	-4.3	1.8	1.6	1.1	-0.4	-0.6
德国	-5.1	3.6	2.7	1.3	-0.5	-0.7
法国	-2.6	1.4	1.7	1.4	-0.4	-0.5
意大利	-5.2	1.3	0.6	0.3	-0.4	-1.0
西班牙	-3.7	-0.1	0.8	1.1	0.0	-0.5
日本	-6.3	4.0	-0.5	2.3	0.2	-0.6
英国	-4.9	1.4	1.1	1.6	-0.4	-0.7
加拿大	-2.8	3.2	2.1	1.9	-0.8	-0.7
新兴经济体	2.8	7.3	6.4	6.1	-0.2	-0.3
中国	9.2	10.3	9.5	9.0	-0.1	-0.5
俄罗斯	-7.8	4.0	4.3	4.1	-0.5	-0.4
印度	6.8	10.1	7.8	7.5	-0.4	-0.3
巴西	-0.6	7.5	3.8	3.6	-0.3	0.0

资料来源：IMF、光大证券研究所整理

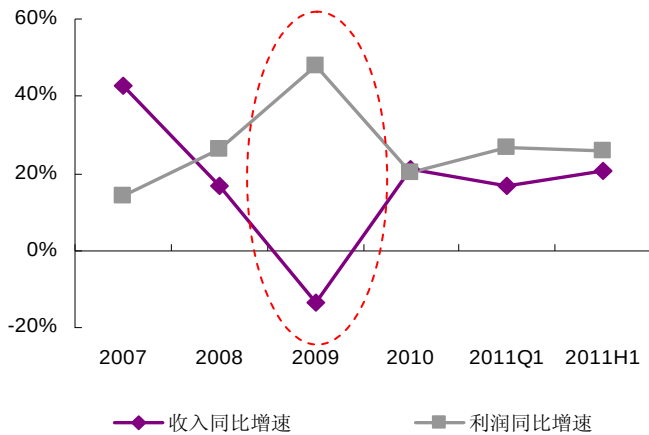
欧美经济增长乏力将导致国内出口面临更加严峻的贸易环境，并对实体经济的增长施加负面影响，我们认为在全球经济增长放缓的背景下，防御性行业的投资机会正在加大。

二、从历史业绩看，公司的防御特征一览无疑

从历史业绩看，公司的收入只是在 09 年金融危机、三聚氰胺两个事件叠加的影响下出现过小幅下滑，而净利润一直保持平稳较快的增长势头，尤其值得注意的是当 09 年收入下滑时，由于石油价格的剧烈下挫，令公司毛利率出现大幅提升，驱动利润增速反而达到历年高点。

图 1: 公司历史业绩显示净利润增速波动较小

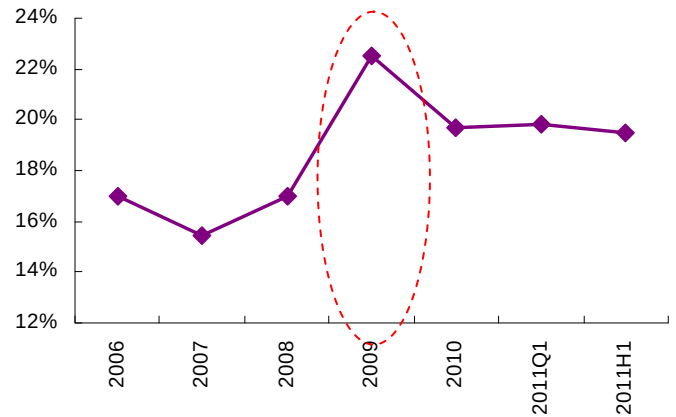
2007-2011H1 公司收入和利润增速情况



资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 2: 09 年金融危机导致油价大跌, 推升公司毛利率

2006-2011H1 公司各个财报期毛利率情况



资料来源: 公司财报、光大证券研究所

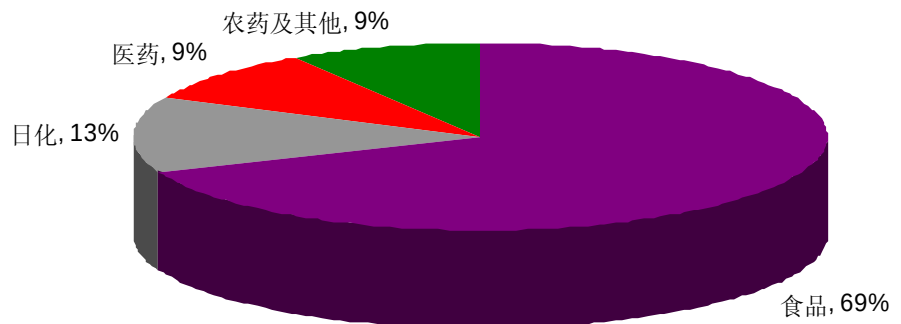
我们认为公司净利润能持续保持较快增长的主要原因来自宏观两方面: 1、行业具备防御性; 2、一旦宏观经济出现极度恶化, 石油价格往往也会出现大幅下挫, 毛利率的提升能在很大程度上抹平甚至超额抵消公司收入下滑的不利影响。

2.1、塑料包装行业具备防御性

由于塑料软包装行业的下游应用领域主要是食品、日化、医药和农药等抗周期行业, 故其本身亦具备防御性。

图 3: 塑料软包装行业下游主要是抗周期行业, 令其亦具备防御性

塑料软包装行业下游应用领域占比情况



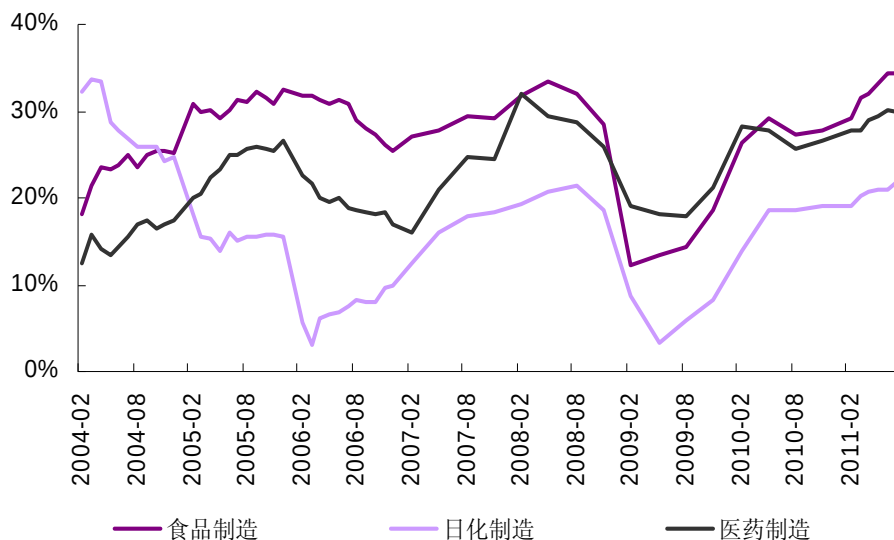
资料来源: 公司增发招股书、光大证券研究所

2.2、下游行业保持快速增长

2011 年前 7 月, 食品行业主营收入累计同比增速均达到 34.3%, 较 1-6 月持平; 日化行业主营收入累计同比增速达到 21.8%, 较 1-6 月提升 0.8 个百分点; 医药行业主营收入累计同比增速达到 30%, 与前 6 月保持一致。塑料软包装的下游行业仍然保持快速增长。

图 4：塑料软包装下游行业保持快速增长

2004/02-2011/07 食品、日化、和医药行业主营收入累计同比增速



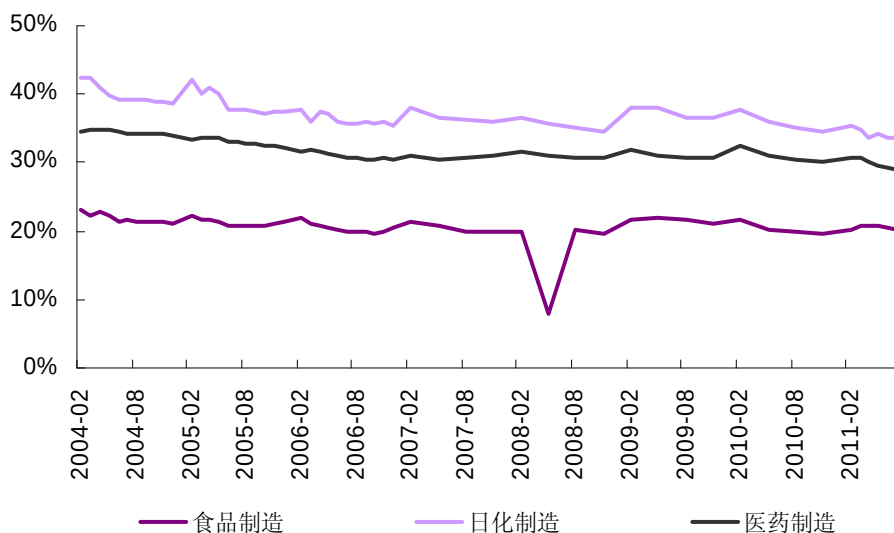
资料来源：WIND，光大证券研究所

2.3、下游行业盈利水平基本保持稳定

2011 年前 7 月，食品行业的毛利率为 20%，较 1-6 月下滑 0.4 个百分点；日化行业的毛利率为 33.6%，同 1-6 月相比略微下滑 0.1 个百分点；医药行业的毛利率为 28.8%，较 1-6 月下滑 0.5 个百分点。塑料软包装下游行业的盈利水平虽有所下滑，但基本保持稳定。

图 5：塑料软包装下游行业的盈利水平基本保持稳定

2004/02-2011/07 食品、日化、和医药行业毛利率情况



资料来源：WIND，光大证券研究所

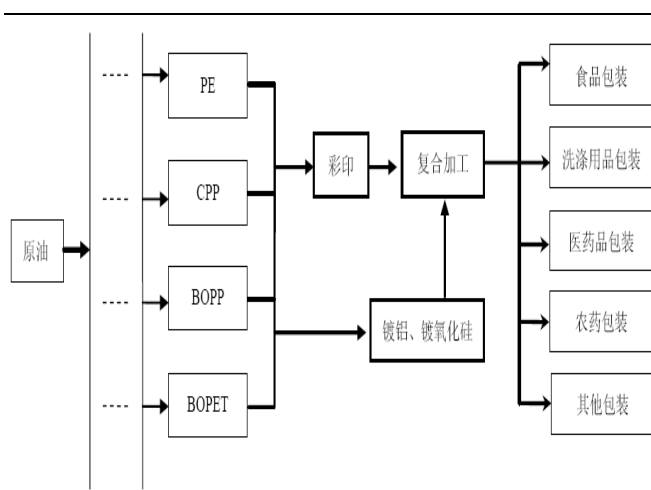
2.4、油价下跌对公司构成利好

公司三类产品主要的原材料如下：

- 1、彩印复合包装材料的主要原材料包括印刷材料和复合材料，其中：印刷材料有 BOPP、BOPA（尼龙）、PET；复合材料有 CPP、PE 膜及粒料、AL（铝箔）、VM（真空镀铝膜）等。
- 2、真空镀铝包装材料的主要原材料包括镀铝基膜和铝丝，其中镀铝基膜有 MPET、MCPPE、MPE、MBOPP 薄膜等。
- 3、塑料软包装薄膜主要原材料包括 LDPE 粒料、LLDPE 粒料及 PP 粒料。

这些原料均为石化产品，WTI 原油期货价格于 4 月见顶，现已跌破 80 美元/桶。石油价格的下跌将导致原料价格下挫，从而提振公司毛利率。

图 6：塑料软包装行业的产业链结构



资料来源：公司增发招股书、光大证券研究所

图 7：原油价格跌破 80 美元，公司毛利率将上行

2006/01-2011/09 WTI 原油期货价格情况（美元/桶）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

三、现有项目投产在即，新项目拉弓搭箭，成长有保障

公司在黄山 1.2 万吨和广州 1.2 万吨项目分别于今年 7 月和 2012 年 3 月投产，两个项目将保证公司 2011 年下半年-2012 年的收入增长。

表 2：公司现有和规划的项目情况

现有项目		投产时间	投资额（万元）
1	安徽黄山基地基础设施建设及搬迁改造包材生产线项目	2011 年 12 月	5000
2	安徽黄山 12000 吨多功能包装新材料项目	2012 年 3 月	3600
3	广州永新包装有限公司年产 12000 吨多功能、高阻隔包装材料项目	2011 年 7 月	10000
新项目		建设周期	投资额（万元）
1	安徽黄山年产 16000 吨柔印无溶剂复合软包装材料项目	1.5 年	26000
2	安徽黄山 3500 吨异型注塑包装材料项目	1 年	5000
3	河北永新年产 1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目	1 年	8000

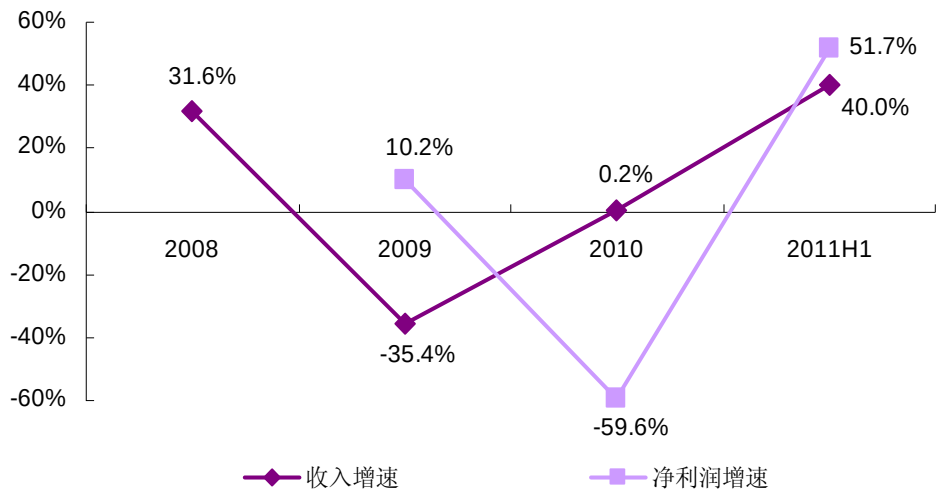
资料来源：公司公告，光大证券研究所

由于柔印较凹印对包装材料厚度的要求更低，企业能用更薄的材料进行柔印，而且柔印更加环保，油墨用量更少显示其经济性。黄山 1.6 万吨柔印无溶剂包装材料项目将使公司能满足包装的更高层次需求。

3500 吨异性注塑包装材料项目将生产加嘴袋的吸嘴，目前自立袋由公司自己生产，而吸嘴由外协企业配套加工，3500 吨项目的建设将提升公司自主配套能力，强化成本控制。

公司出于跨区域发展的目的，收购河北工厂。河北永新由于 2010 年接单情况不好，导致营业情况表现不佳，但 2011 年上半年业绩表现强势回暖，收入同比增速为 40%，利润则增长 51.7%。此次河北 1 万吨新型阻隔包装材料项目与广州 1.2 万吨项目类似，河北项目的建设将进一步提升产品质量和性能，丰富产品结构，强化公司对北方市场的辐射能力。

图 8：河北永新今年上半年业绩增长强势回暖
2008-2011/H1 河北永新历史收入和利润同比增速情况



资料来源：公司财报，光大证券研究所

四、盈利预测

我们预计公司 2011-2012 年收入分别增长 27.1%、20.6%至 16.22 和 19.57 亿元，净利润分别为 1.49 亿、1.83 亿元，对应每股收益为 0.81 元、1.03 元。

表 3：2011-2012 年公司盈利预测表

	2010	2011	2012
总收入	1,276	1,622	1,957
彩印复合包装材料	1,172.1	1,512.1	1,810.6
真空镀铝包装材料	45.4	42.0	39.7
塑料软包装薄膜	28.9	38.2	76.8
其他	29.9	29.9	29.9
收入增速	21.0%	27.1%	20.6%
彩印复合包装材料	19.6%	29.0%	19.7%
真空镀铝包装材料	-2.4%	-7.7%	-5.3%
塑料软包装薄膜	108.5%	32.1%	101.1%
毛利率	19.7%	19.9%	20.1%
彩印复合包装材料	19.4%	19.6%	20.0%
真空镀铝包装材料	7.5%	8.2%	8.6%
塑料软包装薄膜	8.2%	12.7%	13.2%

期间费用率	9.3%	8.7%	8.5%
销售费用率	4.4%	4.4%	4.3%
管理费用率	4.9%	4.3%	4.2%
财务费用率	0.02%	-0.02%	-0.01%
净利润(不含少数股东损益)	121.2	149.0	188.3
EPS	0.66	0.81	1.03

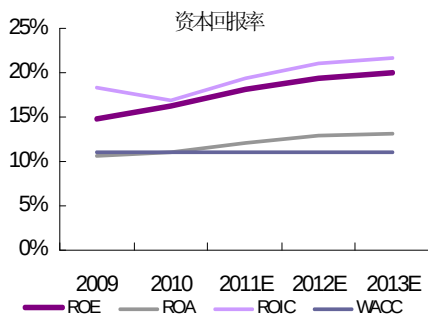
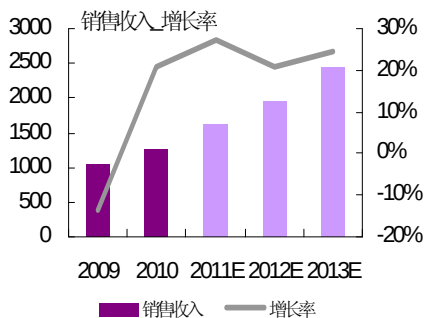
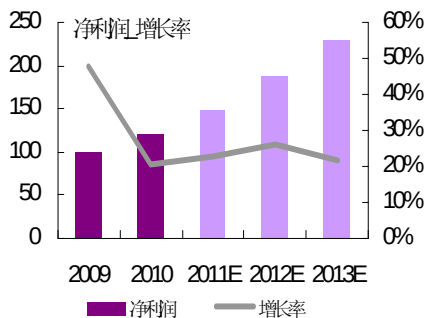
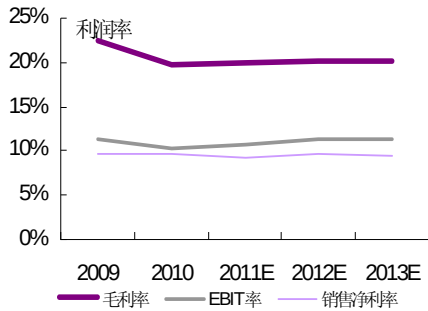
资料来源：光大证券研究所

五、估值与股价催化剂

油价跌至 80 美元/桶以下对公司的股价构成催化剂，公司当前股价对应 2011-2012 年 EPS 的 PE 分别为 20 倍、16 倍，我们认为公司未来三年利润的复合增速将达到 23%，无论从其业绩增长情况及可比公司当下的估值水平来看，公司目前的股价已具备吸引力，给予“买入”评级，目标价 20.58 元。

六、风险分析

塑料制品出现安全性事件，美国推出 QE3 刺激石油价格重新上涨。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,055	1,276	1,622	1,957	2,439
营业成本	817	1,025	1,300	1,564	1,946
折旧和摊销	43	41	52	57	62
营业税费	1	0	5	1	1
销售费用	56	56	71	84	105
管理费用	55	62	70	82	102
财务费用	0	0	0	0	-1
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	121	131	176	222	280
利润总额	122	143	176	223	280
少数股东损益	2	1	1	1	1
归属母公司净利润	100.69	121.24	149.03	188.30	228.82

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	975	1,104	1,248	1,469	1,750
流动资产	636	740	848	1,027	1,269
货币资金	310	305	317	387	473
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	126	166	201	243	303
应收票据	30	43	54	65	80
其他应收款	2	2	7	8	10
存货	138	188	226	272	338
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	317	299	337	369	398
无形资产	8	27	26	24	23
总负债	276	333	400	478	585
无息负债	270	330	400	478	585
有息负债	7	3	0	0	0
股东权益	699	771	847	992	1,165
股本	139	141	183	183	183
公积金	388	407	379	393	393
未分配利润	156	203	264	395	567
少数股东权益	15	20	21	22	23

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	116	125	188	214	242
净利润	101	121	149	188	229
折旧摊销	43	41	52	57	62
净营运资金增加	25	82	78	82	121
其他	-52	-119	-91	-113	-170
投资活动产生现金流	-53	-76	-100	-100	-100
净资本支出	59	79	100	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-112	-156	-200	-200	-200
融资活动现金流	-52	-50	-76	-45	-56
股本变化	0	2	42	0	0
债务净变化	-14	-4	-3	0	0
无息负债变化	10	60	71	77	107
净现金流	11	-1	12	70	86

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-13.52%	21.03%	27.09%	20.64%	24.62%
净利润增长率	47.97%	20.40%	22.93%	26.35%	21.52%
EBITDA 增长率	33.74%	5.34%	31.96%	23.00%	22.33%
EBIT 增长率	39.26%	9.02%	33.52%	26.89%	25.69%
估值指标					
PE	29	24	20	16	13
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	13	13	13	10	8
EV/EBIT	18	17	17	13	10
EV/NOPLAT	21	19	19	15	12
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	4	3	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.52%	19.67%	19.86%	20.07%	20.22%
EBITDA 率	15.48%	13.47%	13.99%	14.26%	14.00%
EBIT 率	11.40%	10.27%	10.79%	11.35%	11.44%
税前净利润率	11.59%	11.21%	10.84%	11.38%	11.49%
税后净利润率 (归属母公	9.55%	9.50%	9.19%	9.62%	9.38%
ROA	10.54%	11.06%	12.01%	12.88%	13.13%
ROE (归属母公司) (摊	14.72%	16.15%	18.03%	19.41%	20.04%
经营性 ROIC	18.27%	16.93%	19.27%	21.00%	21.64%
偿债能力					
流动比率	2.30	2.22	2.12	2.15	2.17
速动比率	1.80	1.66	1.55	1.58	1.59
归属母公司权益/有息债务	99.20	221.44	-	-	-
有形资产/有息债务	138.35	313.23	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.55	0.66	0.81	1.03	1.25
每股红利	0.45	0.40	0.25	0.31	0.38
每股经营现金流	0.64	0.69	1.03	1.17	1.32
每股自由现金流(FCFF)	0.36	-0.04	0.13	0.37	0.41
每股净资产	3.74	4.10	4.52	5.30	6.24
每股销售收入	5.76	6.97	8.86	10.69	13.33

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com