

成本下行确立，逆周期投资窗口开启

研究结论

- **经济减速阶段，投资公司时间窗口开启。**通过对公司 2009 年历史经验比较，见图 1，我们分析认为投资公司的时间窗口开启：2008 年下半年开始公司面临成本压力的大幅下降，此外，当时投资者受经济减速的担忧情绪影响，更多将资产配置到稳定增长的行业中，以期获得相对收益，致使企业盈利和估值均开始回升，我们测算公司 2009 到 2010 年累计跑赢沪深 300 近 181%。进入 2012 年，我们判断对经济的不确定性预期将再次导致投资者超配稳定增长的包装类企业，而永新股份以稳定增长的业绩和盈利空间扩大的预期，打开了其投资窗口。
- **进入四季度，成本下行带动公司盈利开始改善。**历史上看，见图 2，公司 2006 年，2008 年和 2009 年累次证明了成本下滑将改善企业盈利能力，而成本上行将伤害业绩，进入 2011 年下半年，我们注意到以 PET、PP 和 PE 等化工产品价格开始下滑，而由于公司产品定价粘性，我们预计企业未来的毛利率将再次扩张，这将形成企业业绩向上的预期。从我们和公司管理层沟通看，我们也认识到进入四季度以后，成本下行预计将开始带动企业盈利好转。
- **下游客户需求稳健，没有盈利大幅波动风险。**公司为塑料包装企业，下游客户集中在食品饮料、医药和日化等行业中，占比超过 80%，见图 3，这类行业需求稳健，基本和经济波动绝缘，根据我们《2012 年成本下滑，布局有定价权企业》报告中的观点，我们对于公司未来需求增长保持乐观的态度，建议投资者配置成本下行，企业定价粘性的企业，如永新股份。
- **四季度业绩环比预计继续保持增长，增发打开 3 年增长空间，维持公司买入评级！**公司上市以来每年四季度业绩环比三季度均有大幅增长，主要由于公司四季度订单结构有所改善，高毛利产品增多，见图 4，我们预计 2011 年也不会例外；此外，鉴于公司广州、河北分公司产能开始逐步释放，预计 2012 年产量仍有 20% 左右的增长。最后，公司前期公告了增发预案，增发项目分批投产将带动其盈利保持 3 年增长，不考虑增发摊薄，我们维持对公司 2011、2012 年每股收益预测分别为 0.80、1.03 元，维持公司买入的投资评级，目标价 20 元。
- **风险因素：**原材料价格大幅波动，以及新项目投产带来的盈利释放慢于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

郑 恺

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

联系人

陶林杰

8621-63325888 × 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 13.87 元

目标价格 20.00 元

总股本/A 股 (万股) 18302 / 18302

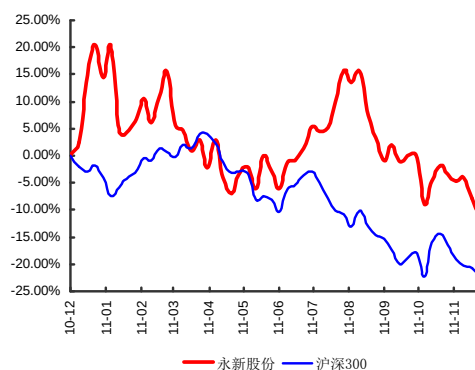
A 股市值(亿元) 25

国家/地区 中国

行业 轻工

报告发布日期 2011 年 12 月 12 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,276	1,537	1,715	2,171
同比%	21.0%	20.4%	11.6%	26.6%
归属母公司净利润 (百万元)	121	146	188	242
同比%	20.4%	20.2%	29.0%	28.8%
毛利率%	19.7%	19.1%	20.7%	20.9%
ROE%	15.7%	16.2%	18.5%	20.9%
EPS (元)	0.87	0.80	1.03	1.32
PE (倍)	15.9	17.4	13.5	10.5

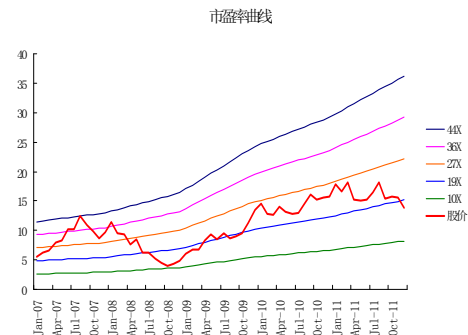
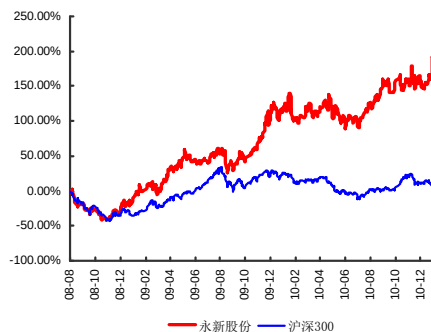
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《增发项目完善公司全国布点战略》	2011.10.21
《红海中走出一片蓝海》	2011.6.6

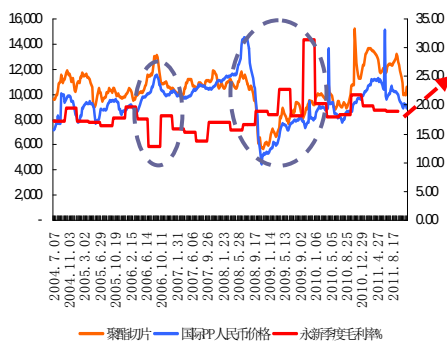
图 1：08 年下半年起，公司股价持续跑赢指数

2009 年开始经历一波戴维斯双击过程



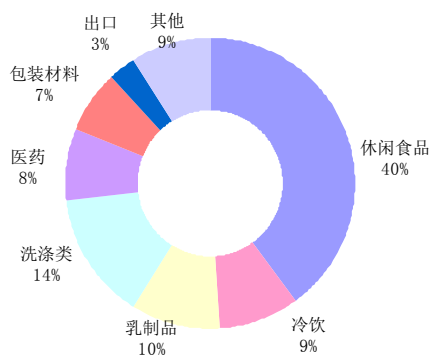
资料来源：东方证券研究所

图 2：历史上，成本波动和企业毛利率走势相反，目前成本下滑预示未来盈利走高



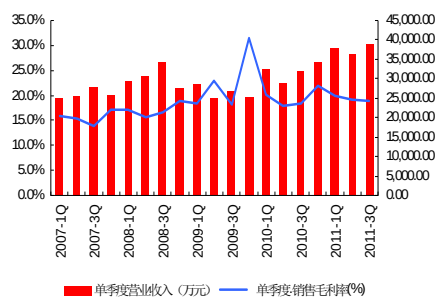
资料来源：东方证券研究所

图 3：公司下游 80%集中于食品饮料、医药和日化，需求稳定不受经济波动影响

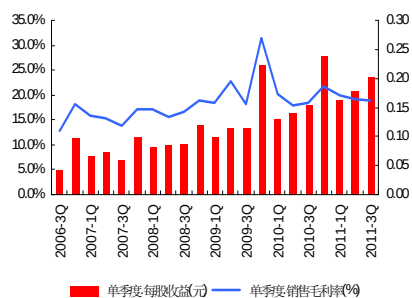


资料来源：东方证券研究所

图 4：公司季度收入环比、同比均有增长



公司 06 年起，第四季度环比三季度盈利大幅增长



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	740	569	405	413
现金	305	44	-175	-319
应收账款	166	200	223	282
其他应收款	43	51	57	73
预付账款	36	43	47	60
存货	188	228	249	315
其他	3	3	3	3
非流动资产	364	718	1,027	1,252
固定资产	322	676	985	1,211
无形资产	27	27	27	27
其他	15	15	15	15
资产总计	1,104	1,287	1,432	1,665
流动负债	333	383	411	494
短期借款	3	4	5	6
应付账款	109	132	144	182
其他	221	247	262	306
非流动负债	0	3	6	10
长期借款	0	0	0	0
其他	0	3	6	10
负债合计	333	386	417	504
少数股东权益	20	21	22	24
股本	141	183	183	183
资本公积	343	343	343	343
留存收益	267	354	466	611
归属母公司股东权益	771	901	1,015	1,161
负债和股东权益	1,104	1,287	1,432	1,665

现金流量表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	125	143	195	240
净利润	122	147	189	244
折旧摊销	41	40	38	64
财务费用	-1	-11	-10	-11
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-37	-40	-28	-71
其他	2	8	7	14

利润表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,276	1,537	1,715	2,171
营业成本	1,025	1,243	1,361	1,718
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	56	67	72	87
管理费用	62	74	81	96
财务费用	0	-11	-10	-11
资产减值损失	2	6	3	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	131	159	209	273
营业外收入	12	14	14	14
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	143	173	223	287
所得税	21	26	33	43
净利润	122	147	189	244
少数股东损益	1	1	1	2
归属于母公司净利润	121	146	188	242
EBITDA	184	213	261	352
EPS (元)	0.87	0.80	1.03	1.32

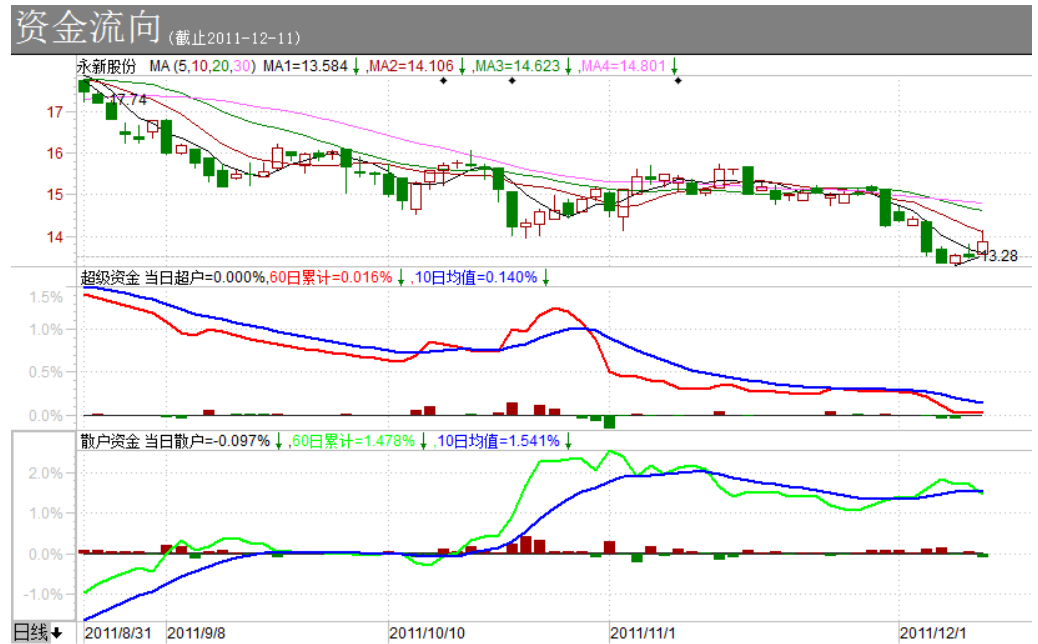
主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.0%	20.4%	11.6%	26.6%
营业利润	5.7%	17.2%	20.5%	28.0%
归属于母公司净利润	20.4%	20.2%	29.0%	28.8%
获利能力				
毛利率	19.7%	19.1%	20.7%	20.9%
净利率	9.6%	9.6%	11.0%	11.2%
ROE	15.7%	16.2%	18.5%	20.9%
ROIC	10.8%	11.2%	13.0%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	30.2%	30.0%	29.1%	30.3%
负债权益比率	43.2%	42.8%	41.1%	43.4%
流动比率	2.22	1.49	0.99	0.84
速动比率	1.54	0.77	0.26	0.07
营运能力				

投资活动现金流	-76	-399	-349	-299	总资产周转率	1.23	1.29	1.26	1.40
资本支出	-79	-400	-350	-300	应收账款周转率	7.01	6.68	6.45	6.84
长期投资	262	66	66	66	应付账款周转率	5.08	4.99	4.76	5.09
其他	-259	-65	-65	-65	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-50	-5	-65	-85	每股收益	0.87	0.80	1.03	1.32
借款增减	4	1	0	1	每股经营现金流	0.89	0.78	1.07	1.31
普通股增加	2	42	0	0	每股净资产	5.48	4.92	5.54	6.34
资本公积增加	7	0	0	0	估值比率				
其他	-62	-48	-66	-86	P/E	15.9	17.4	13.5	10.5
现金增加额	-1	-261	-219	-145	P/B	2.5	2.8	2.5	2.2
					EV/EBITDA	13.9	13.5	12.0	9.6

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn