

业绩符合预期，维持“买入”评级

公司研究简报

◆2011 年收入增长 18.5%，净利润增长 21.9%，EPS 为 0.81 元：

公司发布 2011 年报，收入同比增长 18.5% 至 15.1 亿元，其中主要产品彩印复合包装材料实现收入 14.1 亿元，较去年同期增长 20.8%；来自真空镀铝包装材料的收入同比下滑 14.9% 至 3868 万元，负增长的原因在于内部供应增加使得对外出售减少；塑料软包装薄膜实现收入 2943 万元，基本与去年持平。

2011 年共计实现净利润 1.48 亿元，同比增速达到 21.9%，对应 EPS 为 0.81 元，符合我们的预期。在宏观经济增速放缓的背景下，公司延续了一贯稳定增长的风格，防御特征显露无疑。

◆毛利率稳中有升，期间费用控制出色：

2011 年公司的毛利率为 20%，较 2010 年提升 0.3 个百分点。其中彩印复合包装材料的毛利率较去年同期略微提升 0.06 个百分点，真空镀铝包装材料的毛利率同比下降 1.53 个百分点，塑料软包装薄膜的毛利率上升 5 个百分点。导致本期公司综合毛利率提升的主要原因来自彩印复合包装材料的收入占比提升，2011 年此项业务的占比为 93.6%，较 2010 年增加 1.8 个百分点。

塑料包装行业准入门槛不高，市场竞争激烈，公司能保持毛利率稳中有升主要依赖其突出的研发实力，2011 年成功研发并转化生产新产品 50 余项，获授专利 13 项，“复合软包装功能膜绿色制造技术开发与应用”获得“安徽省科学技术进步一等奖”。

2011 年公司的期间费用率为 8.9%，较 2010 年减少 0.4 个百分点。其中销售费用率略微上升 0.1 个百分点至 4.5%，管理费用率则减少 0.5 个百分点至 4.4%。公司本财年的期间费用控制出色。

◆十二五调结构、促内销驱动行业增长，升级冀、粤工厂，恰似猛龙过江：

在十二五期间，国家将加快经济增长方式转型，强化消费对拉动国民经济增长的重要性，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，塑料包装行业将充分受益于消费的增长稳步向前。

与此同时，广州永新高标准的新厂区全面投入使用，为公司在华南区域的扩张奠定起良好的基础，河北永新在历经“三聚氰胺”劫难之后，现已焕发出勃勃生机，2011 年其营业收入同比增长 34.8% 至 1.57 亿元，净利润则增长近 110% 至 871 万元。公司此次非公开募投项目中 1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目将置于河北永新，一旦该项目顺利实施，河北永新的竞争实力将进一步增强。

◆当前股价具备吸引力，维持“买入”评级：

我们预计公司 2012 年净利润将增长 21% 至 1.79 亿元，对应 EPS 0.98 元，如果考虑非公开增发 3180 万股，则摊薄后 EPS 为 0.83 元，给予 2012 年 17 倍 PE，对应目标价位 14.11 元，由于增发后每股将包含 1.93 元现金，我们认为合理股价为 16.04 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：霍尔木兹海峡局势进一步紧张，导致油价飙升。

买入（维持）

当前价/目标价：13.05 / 16.04 元

目标期限：6 个月

分析师

姜浩

(执业证书编号：S0930511120001)

021-22169125

jianghao@ebcn.com

市场数据

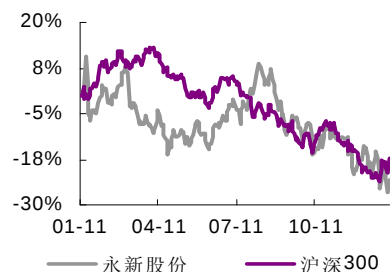
总股本(亿股)：1.83

总市值(亿元)：23.88

一年最低/最高(元)：12.05/25.18

近 3 月换手率：57.14%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.88	-9.47	-6.07
绝对	-10.93	-17.21	-23.34

相关研报

前三季度表现不俗，维持“买入”评级

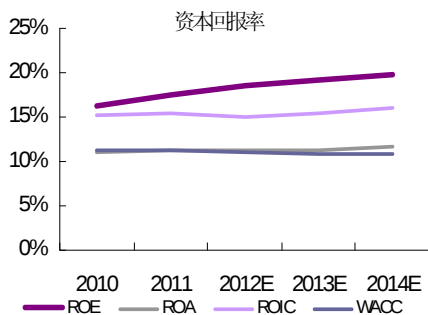
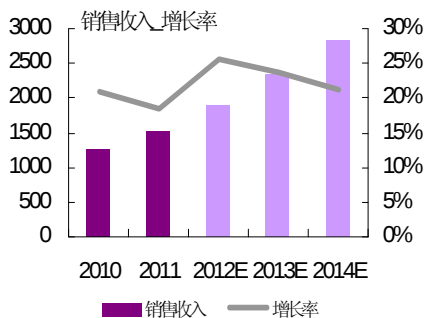
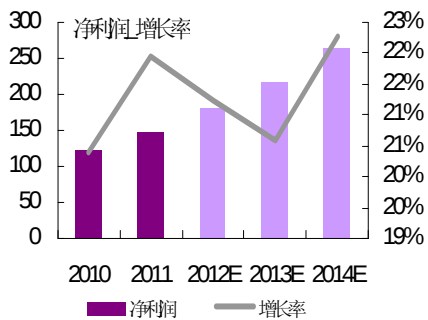
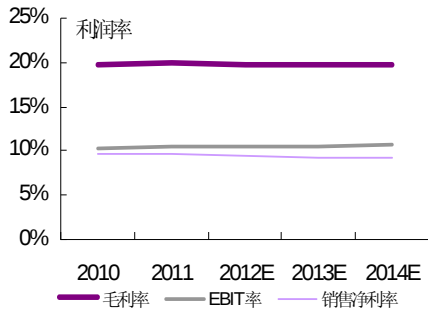
.....2011-10-15

油价跌破 80，永新抵御寒流

.....2011-09-25

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,276	1,513	1,900	2,348	2,845
营业收入增长率	21.03%	18.54%	25.60%	23.57%	21.16%
净利润（百万元）	121	148	179	216	264
净利润增长率	20.40%	21.95%	21.24%	20.59%	22.26%
EPS（元）	0.66	0.81	0.98	1.18	1.44
ROE	16.15%	17.53%	18.52%	19.13%	19.89%
P/E	20	16	13	11	9



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,276	1,513	1,900	2,348	2,845
营业成本	1,025	1,211	1,525	1,883	2,282
折旧和摊销	41	43	5	10	16
营业税费	0	5	7	8	10
销售费用	56	68	84	103	122
管理费用	62	66	83	103	122
财务费用	0	0	-2	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	2
营业利润	131	160	202	249	306
利润总额	143	174	212	259	316
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	121.24	147.84	179.24	216.16	264.28

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	1,104	1,314	1,606	1,939	2,293
流动资产	740	830	1,043	1,286	1,555
货币资金	305	339	399	493	598
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	166	191	245	301	363
应收票据	43	63	63	77	94
其他应收款	2	2	9	12	14
存货	188	210	274	339	411
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	299	386	473	557	636
无形资产	27	41	38	37	35
总负债	333	448	615	785	939
无息负债	330	416	481	583	696
有息负债	3	32	134	202	243
股东权益	771	866	990	1,153	1,354
股本	141	183	183	183	183
公积金	407	380	394	394	394
未分配利润	203	281	391	553	752
少数股东权益	20	23	23	24	25

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	125	197	110	179	229
净利润	121	148	179	216	264
折旧摊销	41	43	5	10	16
净营运资金增加	95	34	169	142	156
其他	-132	-28	-242	-189	-207
投资活动产生现金流	-76	-138	-99	-99	-99
净资本支出	79	144	100	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-156	-282	-199	-199	-199
融资活动现金流	-50	-21	48	13	-26
股本变化	2	42	0	0	0
债务净变化	-4	28	102	69	41
无息负债变化	60	86	66	101	113
净现金流	-1	37	60	94	104

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.03%	18.54%	25.60%	23.57%	21.16%
净利润增长率	20.40%	21.95%	21.24%	20.59%	22.26%
EBITDA 增长率	5.34%	17.32%	1.11%	26.73%	24.44%
EBIT 增长率	9.02%	21.28%	25.33%	24.68%	23.24%
估值指标					
PE	20	16	13	11	9
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	11	12	13	10	8
EV/EBIT	14	15	13	11	9
EV/NOPLAT	16	18	15	13	10
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.67%	19.99%	19.76%	19.81%	19.81%
EBITDA 率	13.47%	13.33%	10.73%	11.01%	11.31%
EBIT 率	10.27%	10.51%	10.48%	10.58%	10.76%
税前净利润率	11.21%	11.49%	11.16%	11.01%	11.10%
税后净利润率 (归属母公司)	9.50%	9.77%	9.43%	9.20%	9.29%
ROA	11.06%	11.25%	11.22%	11.20%	11.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.15%	17.53%	18.52%	19.13%	19.89%
经营性 ROIC	15.17%	15.41%	15.06%	15.38%	16.10%
偿债能力					
流动比率	2.22	1.92	1.74	1.67	1.68
速动比率	1.66	1.43	1.28	1.23	1.24
归属母公司权益/有息债务	221.44	26.50	7.25	5.59	5.47
有形资产/有息债务	313.23	39.51	11.74	9.41	9.30
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.66	0.81	0.98	1.18	1.44
每股红利	0.40	0.30	0.30	0.36	0.43
每股经营现金流	0.69	1.08	0.60	0.98	1.25
每股自由现金流(FCFF)	-0.11	0.02	-0.50	-0.11	0.11
每股净资产	4.10	4.61	5.29	6.17	7.26
每股销售收入	6.97	8.27	10.38	12.83	15.55

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
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com