

成本下行与结构改善提升企业盈利预期

事件:

公司公布年报: 2011 年实现主营业务收入 15.13 亿元, 同比增长 18.54%; 归属上市公司股东净利润 1.48 亿元, 同比增长 21.95%; 实现完全摊薄每股收益 0.81 元。分配预案为每 10 股派 3 元。

研究结论:

- **公司业绩符合预期, 毛利水平继续上行。**公司 2011 年实现每股收益 0.81 元, 业绩符合我们在年报前瞻中 0.82 元的预期。公司 2011 年收入增长 18%, 净利润增速达到 22%, 且毛利率水平从 19/67% 提升到 19.99%, 由于 2011 年成本均处于上行通道, 因此我们认为公司产品结构改善和规模效应带来其企业盈利能力走高。
- **财务指标较 2010 年有所提升, 在建工程和原料存货增加。**公司 2011 年整体经营继续上台阶, 其各项财务指标, 如固定资产周转, 三费占比均较去年改善。公司在建工程达到 4200 万左右, 其中本部 1.6 万吨无溶剂包装和 3500 吨异型注塑, 以及河北 1.2 万吨项目均已启动, 预计 2012 年年底陆续投产, 这将带动其今明两年的增长; 此外, 公司原材料库存年底达到 9300 万以上, 较中报有 60% 的提升, 显示面临成本下行, 公司也开始积极备库。
- **2012 年亮点预期来自成本下行和产能规模进一步扩大。**公司在建工程金额达到 4200 万左右, 均为公司 2012 年即将投产的新项目, 其中公司黄山本部薄膜项目已经投产, 而广州和河北分公司预计 2012 年能带来 5000~7000 吨的产量贡献, 另一方面, 公司 2011 年毛利率达到 19.99% 的水平, 显示公司收入规模增长同时伴随着产品结构改善和规模效应。历史上看, 见图 3, 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 等化工产品价格下滑 (见图 3), 这将改善企业 2012 年上半年的盈利预期。
- **2012 年增长点明确, 逆周期投资窗口打开, 维持公司买入评级。**我们认为公司是逆周期投资的企业, 经济减速环境下, 大宗商品价格下行, 而公司下游需求稳定, 因此盈利将稳定增长, 今年从季节性看, 4 季度业绩环比增长仍然大概率事件, 同时, 公司首批股权激励和限制性股票计划要到 2013 年才会结束, 我们预测公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.03、1.31、1.50 元, 维持公司买入的投资评级, 目标价 20 元。
- **风险因素:** 原油价格因政局不稳而大幅上涨, 导致成本压力增大, 而公司产品定价有一定粘性, 毛利率可能被压缩。

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声明。



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 (2012 年 1 月 20 日) 12.92 元

目标价格 20.00 元

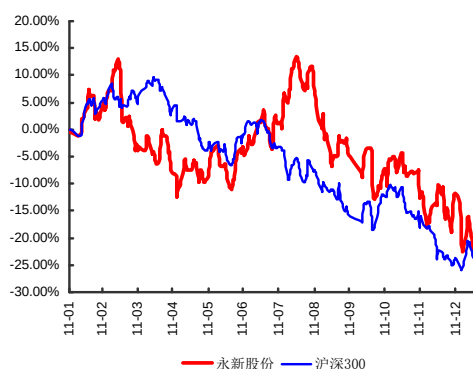
总股本/A 股 (万股) 18302 / 18302

国家/地区 中国

行业 轻工

报告发布日期 2012 年 1 月 30 日

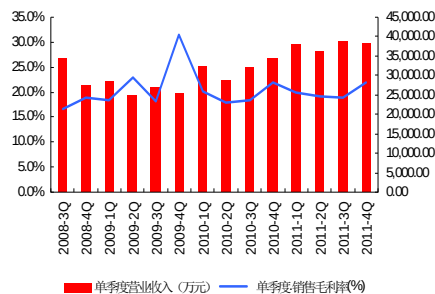
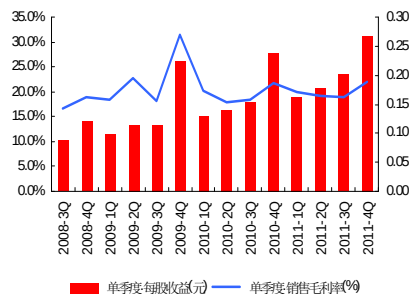
股价表现



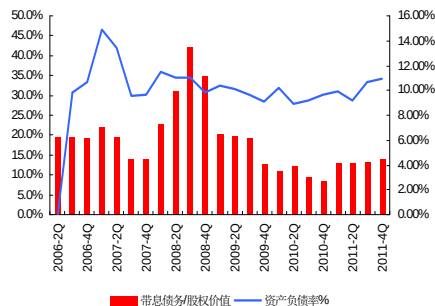
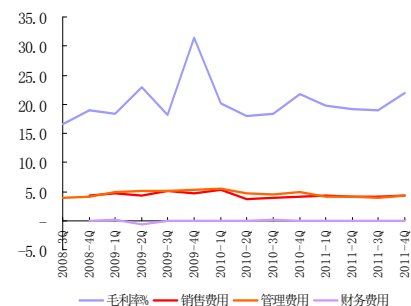
资料来源: WIND

财务预测		单位: 百万元			
主要财务指标		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入		1,513	1,715	2,171	2,709
同比(%)		18.5%	13.3%	26.6%	24.8%
归属母公司净利润		148	189	239	274
同比(%)		21.9%	27.9%	26.3%	14.6%
毛利率(%)		20.0%	20.7%	20.9%	20.5%
ROE(%)		17.1%	19.3%	21.3%	21.3%
每股收益(元)		0.81	1.03	1.31	1.50
P/E (倍)		16.0	12.5	9.9	8.6

资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 1：公司季度收入环比略有下滑

单季利润和毛利率如期大幅提升


资料来源：东方证券研究所

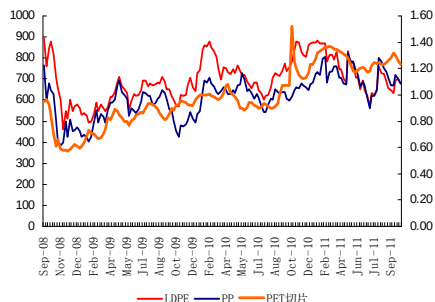
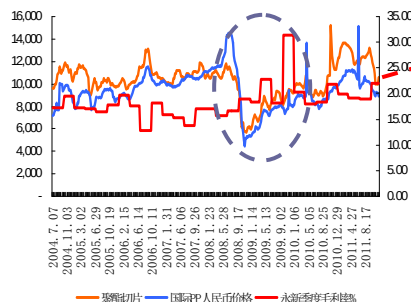
图 2：负债率低位稳定

单季毛利率提升，费用率稳定


资料来源：东方证券研究所

表 1：从 2006 年开始，包括 2011 年四季度永新股份持续跑赢大市

	2006-4Q	2007-4Q	2008-4Q	2009-4Q	2010-4Q	2011-4Q
永新股份	2.00	(0.71)	21.77	49.83	13.97	(6.98)
沪深 300	45.45	(4.35)	(18.98)	19.00	6.56	(9.13)

资料来源：东方证券研究所

图 3：化工产品价格下行，成本压力减小

公司未来毛利率预计继续攀升


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	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	830	744	948	1,131
现金	339	191	249	258
应收账款	191	216	273	341
其他应收款	63	72	91	113
预付账款	23	26	33	41
存货	210	236	299	374
其他	3	3	3	3
非流动资产	484	728	771	878
固定资产	428	672	715	822
无形资产	41	41	41	41
其他	16	16	16	16
资产总计	1,314	1,472	1,719	2,009
流动负债	433	475	574	695
短期借款	32	36	46	57
应付账款	152	171	216	271
其他	249	267	312	367
非流动负债	15	18	23	27
长期借款	0	0	0	0
其他	15	18	23	27
负债合计	448	493	597	722
少数股东权益	23	23	22	22
股本	183	183	183	183
资本公积	302	302	302	302
留存收益	358	472	615	780
归属母公司股东权益	866	980	1,123	1,287
负债和股东权益	1,314	1,472	1,719	2,009

现金流量表

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	197	214	243	299
净利润	148	189	239	274
折旧摊销	43	52	57	72
财务费用	-2	-8	-9	4
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	5	-25	-56	-65
其他	5	7	13	16

利润表

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,513	1,715	2,171	2,709
营业成本	1,211	1,361	1,718	2,154
营业税金及附加	5	6	8	10
营业费用	68	72	87	108
管理费用	66	74	93	116
财务费用	0	-8	-9	4
资产减值损失	4	4	9	11
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	160	208	267	308
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	174	222	281	322
所得税	26	33	42	48
净利润	148	189	239	274
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	148	189	239	274
EBITDA	219	276	340	398
EPS (元)	0.81	1.03	1.31	1.50

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	18.5%	13.3%	26.6%	24.8%
营业利润	20.4%	17.2%	28.0%	22.5%
归属于母公司净利润	21.9%	27.9%	26.3%	14.6%
获利能力				
毛利率	20.0%	20.7%	20.9%	20.5%
净利率	9.8%	11.0%	11.0%	10.1%
ROE	17.1%	19.3%	21.3%	21.3%
ROIC	11.4%	13.0%	14.2%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	34.1%	33.5%	34.7%	35.9%
负债权益比率	51.7%	50.3%	53.1%	56.1%
流动比率	1.92	1.57	1.65	1.63
速动比率	1.37	1.01	1.07	1.03
营运能力				

投资活动现金流	-138	-299	-107	-188	总资产周转率	1.25	1.23	1.36	1.45
资本支出	-148	-300	-109	-190	应收账款周转率	6.54	6.33	6.66	6.62
长期投资	632	137	137	137	应付账款周转率	4.66	4.34	4.58	4.56
其他	-622	-135	-135	-135	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-21	-63	-77	-102	每股收益	0.81	1.03	1.31	1.50
借款增减	33	4	10	11	每股经营现金流	1.08	1.17	1.33	1.63
普通股增加	42	0	0	0	每股净资产	4.73	5.35	6.13	7.03
资本公积增加	-41	0	0	0	估值比率				
其他	-56	-67	-87	-113	P/E	16.0	12.5	9.9	8.6
现金增加额	38	-148	59	9	P/B	2.7	2.4	2.1	1.8
					EV/EBITDA	12.2	9.8	8.3	0.0

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