

业绩反转逻辑验证，产业资本持续增持

■永新股份公告：15年上半年营业收入8.36亿元，同比增长13.24%，归属上市公司股东净利润0.79亿元，同比增长19.24%，扣非后增长19.93%，EPS0.24元。

■业绩反转逻辑得到验证：受益新项目投产，加上公司加大市场开拓力度及原料成本的下降，公司收入增长13.24%，净利增长19.2%，已摆脱12年以来增长乏力的局面，符合我们年初报告《潜在转型的优质标的》中指出公司15年基本面将触底回升的判断。今年上半年公司毛利率提升2.09个百分点，是公司增长主要驱动力，一方面受益原油价格下跌，原材料塑粒子价格下滑；另一方面公司积极推动产品结构升级，高毛利产品比重也有所提升。在期间费用方面，公司销售费用率提升0.19pct，主要因为销售策略改变，业务费增加；管理费用率提升0.41pct，主要为研发费用增加；财务费用率增加0.08pct。上半年公司计提资产减值损失386万元，剔除该影响公司净利润增长25%。公司今年近2.52万吨包装材料项目计划投产，新产品定位中高端市场，符合包装市场安全、环保的“绿色包装”发展方向，我们预计公司主业复苏趋势有望保持。

■奥瑞金入股，产业整合值得期待：公司近期公告奥瑞金及一致行动人五道口、嘉华原龙等增持公司股份，截止7月10日合计持有公司股份超过20%。公司是软包行业龙头企业，与伊利、雀巢、贝因美、美赞臣、统一、卡夫等国际国内知名客户达成稳定的合作关系。奥瑞金入股公司，未来可能与公司在业务方面开展进一步合作，在客户资源、提升一体化服务能力、增强客户粘性方面有较大协同性，共同培育新的市场机会及业绩增长点。此外，公司也可能向塑料包装业务整合平台方向发展。

■有望受益供销社改革，存转型预期：2013年以来包装类公司并购、转型风起云涌，各企业积极探索同业横向、纵向整合，不仅拓展公司业务范围，开发新增长点，更强化自身竞争优势，为客户提供更全面优质的服务，我们认为公司存有拓展新业务可能性。此外，近期《中共中央国务院关于深化供销社综合改革决定》公布，提出全面深化供销社综合改革，发挥龙头带动作用，推动企业加快转型升级。公司控股股东为黄山市供销社联社，有望受益国家对供销社改革政策推动。

■盈利预测和投资建议：我们预计公司15-17年净利润1.83、2.07、2.40亿元，增速18.4%、13.2%、15.7%；每股收益为0.56元、0.64元、0.74元；目前股价动态PE仅24左右，继续推荐；具体可参见前期报告《潜在转型的优质标的》。

■风险提示：供销社改革进度及转型进程的不确定性、下游需求低迷、原料价格反弹。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,618.5	1,668.5	1,779.8	1,993.8	2,288.3
净利润	176.3	154.5	182.8	207.0	239.6
每股收益(元)	0.54	0.47	0.56	0.64	0.74
每股净资产(元)	4.55	4.72	4.96	5.22	5.51

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	25.6	29.2	24.7	21.8	18.8
市净率(倍)	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5
净利润率	10.9%	9.3%	10.3%	10.4%	10.5%
净资产收益率	11.9%	10.0%	11.3%	12.2%	13.3%
股息收益率	2.2%	2.2%	2.3%	2.7%	3.2%
ROIC	23.4%	14.3%	15.3%	21.0%	20.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

22.40元

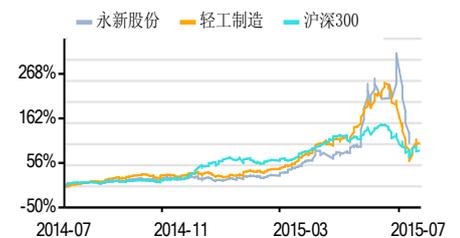
股价(2015-07-17)

13.85元

交易数据

总市值(百万元)	4,511.75
流通市值(百万元)	4,471.16
总股本(百万股)	325.76
流通股本(百万股)	323.23
12个月价格区间	7.31/30.23元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-18.93	14.12	-7.30
绝对收益	-38.14	4.45	85.16

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-66581574

相关报告

业绩复苏，关注转型	2015-04-24
潜在转型的优质标的	2015-03-09
永新股份：依靠技术创新，奠定龙头地位	2012-12-19

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月17日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,618.5	1,668.5	1,779.8	1,993.8	2,288.3	成长性					
减:营业成本	1,284.8	1,354.2	1,421.3	1,594.3	1,828.7	营业收入增长率	6.4%	3.1%	6.7%	12.0%	14.8%
营业税费	6.0	5.4	6.1	6.9	7.7	营业利润增长率	1.2%	-14.0%	20.0%	14.9%	16.6%
销售费用	62.2	74.9	74.7	83.3	95.2	净利润增长率	-1.4%	-12.4%	18.4%	13.2%	15.7%
管理费用	82.4	76.0	87.2	91.7	103.0	EBITDA 增长率	0.0%	-7.1%	11.1%	11.2%	13.2%
财务费用	-11.8	-7.5	-10.0	-11.9	-13.5	EBIT 增长率	-3.3%	-12.6%	19.4%	14.7%	16.8%
资产减值损失	5.2	2.3	3.7	3.8	3.3	NOPLAT 增长率	-2.9%	-12.1%	18.4%	14.7%	16.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.8%	10.7%	-16.6%	17.5%	-12.7%
投资和汇兑收益	2.7	2.0	1.6	2.1	1.9	净资产增长率	6.5%	3.6%	4.9%	5.2%	5.5%
营业利润	192.2	165.2	198.3	227.9	265.7	利润率					
加:营业外净收支	13.9	13.9	16.7	14.8	15.1	毛利率	20.6%	18.8%	20.1%	20.0%	20.1%
利润总额	206.1	179.1	215.0	242.7	280.9	营业利润率	11.9%	9.9%	11.1%	11.4%	11.6%
减:所得税	30.4	25.6	32.3	36.4	42.1	净利润率	10.9%	9.3%	10.3%	10.4%	10.5%
净利润	176.3	154.5	182.8	207.0	239.6	EBITDA/营业收入	14.8%	13.3%	13.9%	13.8%	13.6%
						EBIT/营业收入	11.1%	9.5%	10.6%	10.8%	11.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	98	106	103	81	62
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	流动营业资本周转天数	59	81	67	68	71
货币资金	552.3	473.5	738.9	667.3	890.3	流动资产周转天数	281	267	269	272	268
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	57	60	56	57	58
应收帐款	277.5	279.3	271.1	365.5	368.5	存货周转天数	52	55	53	53	54
应收票据	87.4	85.2	77.4	112.1	109.0	总资产周转天数	414	417	412	388	361
预付帐款	42.4	11.7	45.4	21.9	52.7	投资资本周转天数	179	215	195	172	151
存货	238.3	271.6	256.7	335.2	347.2	投资回报率					
其他流动资产	51.7	101.5	51.5	68.3	73.8	ROE	11.9%	10.0%	11.3%	12.2%	13.3%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	9.3%	7.8%	8.7%	9.4%	10.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.4%	14.3%	15.3%	21.0%	20.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	3.8%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%
固定资产	446.7	536.6	479.2	421.8	364.5	管理费用率	5.1%	4.6%	4.9%	4.6%	4.5%
在建工程	123.9	111.3	111.3	111.3	111.3	财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
无形资产	57.4	56.6	55.2	53.7	52.3	三费/营业收入	8.2%	8.6%	8.5%	8.2%	8.1%
其他非流动资产	17.3	38.7	24.0	26.7	29.8	偿债能力					
资产总额	1,894.9	1,966.1	2,110.7	2,183.9	2,399.3	资产负债率	20.5%	20.6%	22.4%	21.1%	24.3%
短期债务	10.3	-	-	-	-	负债权益比	25.8%	26.0%	28.9%	26.8%	32.0%
应付帐款	193.7	179.4	246.1	218.6	309.5	流动比率	3.64	3.38	3.35	3.76	3.42
应付票据	95.3	143.8	134.9	157.8	181.3	速动比率	2.95	2.63	2.75	2.96	2.78
其他流动负债	44.0	38.1	49.0	41.1	47.4	利息保障倍数	-15.34	-21.08	-18.78	-18.07	-18.76
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	45.3	44.2	43.0	44.2	43.8	DPS(元)	0.30	0.30	0.32	0.37	0.44
负债总额	388.6	405.5	473.1	461.7	582.1	分红比率	55.4%	63.3%	57.8%	58.8%	60.0%
少数股东权益	23.5	22.5	22.4	21.7	20.9	股息收益率	2.2%	2.2%	2.3%	2.7%	3.2%
股本	325.8	325.8	325.8	325.8	325.8						
留存收益	1,156.9	1,212.3	1,289.5	1,374.7	1,470.6						
股东权益	1,506.2	1,560.6	1,637.7	1,722.2	1,817.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	175.7	153.5	182.8	207.0	239.6	EPS(元)	0.54	0.47	0.56	0.64	0.74
加:折旧和摊销	59.0	64.6	58.8	58.8	58.8	BVPS(元)	4.55	4.72	4.96	5.22	5.51
资产减值准备	5.2	2.3	-	-	-	PE(X)	25.6	29.2	24.7	21.8	18.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5
财务费用	-12.4	-8.7	-10.0	-11.9	-13.5	P/FCF	-44.3	105.7	12.7	84.2	12.2
投资损失	-2.7	-2.0	-1.6	-2.1	-1.9	P/S	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
少数股东损益	-0.6	-1.0	-0.1	-0.7	-0.8	EV/EBITDA	9.6	10.1	15.3	14.0	11.6
营运资金的变动	-173.2	-98.9	129.6	-214.9	69.1	CAGR(%)	5.5%	15.9%	0.5%	5.5%	15.9%
经营活动产生现金流量	117.5	187.8	359.5	36.1	351.3	PEG	4.7	1.8	53.8	4.0	1.2
投资活动产生现金流量	-205.8	-182.8	1.6	2.1	1.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-97.7	-108.0	-95.6	-109.8	-130.2	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

