

**宏源证券**  
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/上海绿新(002565)/公司中报简评

2013年08月29日

## 靓丽中报突显外延扩张的魅力

**买入 首次**

目标价格: 17.00 元

### 投资要点:

- 上半年收入 7.88 亿元同比增长 62%，净利润 0.93 亿元同比增长 58%
- 公司业绩大幅增长主要受并表福建泰兴所推动
- 未来浙江德美实现并表后，公司业绩将再上一个台阶

### 报告摘要:

- 中报收入 7.88 亿元增长 62%，净利润 0.93 亿元增长 58%。公司上半年业绩实现爆发式增长，其中镀铝纸收入 5.30 亿元增长 69%，毛利上升 6 个百分点达 29%；复膜纸收入 0.56 亿元增长 9%，毛利下滑 3 个百分点至 19%；同时传统的白卡纸和丙纤丝束收入继续下滑，新增的印刷品和光学防伪膜两个高毛利产品线稳定增长。
- 公司业绩大幅增长主要受并表福建泰兴推动。公司 12 年完成对福建泰兴的收购，上半年福建泰兴实现并表，推动公司主营业务收入大涨 57%。公司今年 6 月对浙江德美实施了股权收购，拟以自有资金 7380 万元收购浙江德美 60% 股权。浙江德美是国内最大的纸容器生产商，主打纸杯、纸碗和印刷服务，下游客户涵盖香飘飘、娃哈哈、小洋人等。后续浙江德美实现并表，将推动公司业绩再上一个台阶。
- 公司拓展融资方式，增强收购实力。现金收购在短期内仍将是行业内最快速和有效的收购方式。公司积极拓展融资方式，提升自身的资金实力。公司目前负债率 31%，拥有较大加杠杆能力：一方面已获得上海农商行 30 亿元综合授信，另一方面短融工作也在持续推进之中。
- 烟标业务国际、国内具有斩获。公司上半年对英美烟草、嘉润公司和 Amcor 集团供货量显著增加，实现出口 1109 万美元。在国内市场，公司新增兰州卷烟厂高端品牌订单，下半年有望进行批量供货。
- 盈利预测与估值。看好公司利用先发优势走外延扩张的道路，预计公司 2013-15 年 EPS 为 0.77/0.87/1.04 元，首次给予买入评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1072.43	1371.38	2048.46	2498.08	2963.19
增长率(%)	30.17	27.88	49.37	21.95	18.62
归母净利润(百万)	136.75	164.85	264.41	297.25	354.59
增长率(%)	31.58	20.55	60.39	12.42	19.29
每股收益	0.64	0.48	0.77	0.87	1.04
市盈率	47.50	63.04	19.28	17.15	14.38

### 中小市值公司研究组

#### 首席分析师:

**王凤华(S1180511010001)**

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

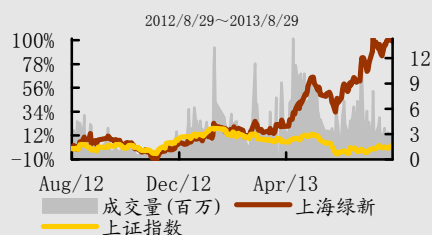
#### 研究助理:

**邓锐**

电话: 010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

### 市场表现



### 基础数据

当前价格(元)	14.92
6个月最高/低(元)	15.2/8.34
总市值(亿元)	51.98
流通市值(亿元)	27.31
大股东持股(%)	46.44
十大流通股东(%)	20.24

### 相关研究

《中小市值周报 20130825: 大气污染防治重点在汽车减排》

2013/8/25

《中小市值周报 20130818: 乌龙指打乱节奏, 市场面临多维冲击》

2013/8/17

《中小市值周报 20130811: 循着行业政策, 走精选个股路线》

2013/8/12

《中小市值周报 20130804: “微刺激”下的明天会更好》

2013/8/4

**表 1: 公司盈利预测及估值**

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1371	2048	2498	2963	经营活动现金流				
YoY	28%	49%	22%	19%	净利润	174	264	297	355
营业成本	1029	1481	1835	2173	折旧与摊销	34	90	96	94
营业税金及附加	5	6	7	9	财务费用	8	-3	-2	-1
销售费用	58	92	112	133	非经常性/非经营性损益	9	-10	-12	-15
管理费用	99	164	200	237	营运资金的减少	-26	-229	-131	-136
EBITDA	214	395	439	505	长期经营性负债的增加	0	-1	0	0
YoY	34%	84%	11%	15%	经营活动现金流净额	199	111	247	296
EBIT	181	305	343	411	投资活动现金流				
财务费用	(9)	(3)	(2)	(1)	固定资产购建	-161	-54	-20	-20
非经营性/经常性损益	19	10	12	15	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	209	319	358	427	非经常性或非经营性损益	-516	10	12	15
所得税费用	35	54	61	73	非核心资产的减少	0	0	-2	-2
净利润	174	264	297	355	投资活动现金流量净额	-678	-54	-20	-17
YoY	23%	52%	12%	19%	筹资活动现金流				
少数股东损益	9	0	0	0	短期借款增加	130	-46	-6	14
归属母公司所有者净利润	165	264	297	355	长期借款增加	0	-4	-3	-2
YoY	21%	60%	12%	19%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-53	3	2	1
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	78	-47	-6	13
资产					现金及现金等价物净增加额	-401	10	221	292
货币资金	652	612	833	1125	现金及现金等价物期末余额	602	612	833	1125
应收款项	384	615	749	889	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
预付款项	38	56	70	83	盈利能力				
存货	469	626	783	935	ROE	10.2%	13.4%	13.1%	13.5%
其他流动资产	0	0	0	0	净利率	12.7%	12.9%	11.9%	12.0%
流动资产合计	1543	1909	2435	3033	毛利率	25.0%	27.7%	26.5%	26.7%
固定资产	306	370	362	342	营业费用率	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
在建工程	112	63	41	31	管理费用率	7.2%	8.0%	8.0%	8.0%
无形资产	509	468	431	398	财务费用率	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
非核心资产	29	29	31	33	资本结构				
非流动资产合计	955	929	866	804	资产负债率	31.8%	32.4%	32.9%	33.0%
资产总计	2498	2838	3301	3836	权益乘数	1.47	1.44	1.46	1.46
负债					流动资产/总资产	61.8%	67.3%	73.8%	79.1%
短期借款	230	184	178	192	流动负债/总负债	96.2%	97.1%	97.8%	98.3%
应付款项	494	696	870	1039	偿债能力				
预收款项	1	0	0	0	流动比率	2.02	2.13	2.29	2.43
其他应付款	15	15	15	15	速动比率	1.41	1.43	1.55	1.68
其他流动负债	24	0	0	0	产权比率	0.47	0.47	0.48	0.48
流动负债合计	764	894	1063	1246	归属母公司股东权益/负债	2.04	2.05	2.01	2.00
长期借款	18	14	12	9	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	2.62	2.71	2.61	2.53
其他非流动负债	13	12	12	12	应收账款周转率	4.49	4.10	3.66	3.62
非流动负债合计	31	26	24	21	流动资产周转率	0.86	1.19	1.15	1.08
负债合计	795	921	1086	1267	固定资产周转率	6.69	6.07	6.83	8.42
股本	342	342	342	342	总资产周转率	0.63	0.77	0.81	0.83
资本公积金	858	858	858	858	每股和估值指标				
留存收益	425	689	987	1341	EPS(元)	0.48	0.77	0.87	1.04
归属母公司股东权益	1625	1889	2187	2541	BPS(元)	4.75	5.53	6.40	7.44
少数股东权益	78	78	78	78	P/E(x)	30.93	19.28	17.15	14.38
股东权益合计	1703	1967	2265	2619	P/B(x)	3.14	2.70	2.33	2.01
负债和股东权益合计	2498	2888	3351	3887					

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 上海绿新、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、山大华特等。

**机构销售团队**

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责声明:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。