

**上海绿新 (002565.SZ)****造纸行业**

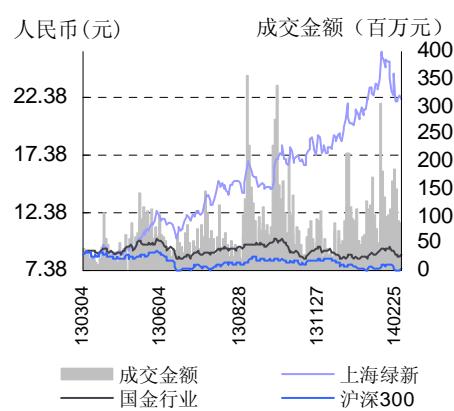
评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：23.02元  
 目标（人民币）：28.20元

**长期竞争力评级：高于行业均值****市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	183.04
总市值(百万元)	76.99
年内股价最高最低(元)	26.31/8.48
沪深300指数	2184.27
中小板指数	6536.62

**公司基本情况(人民币)**

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.640	0.482	0.645	0.935	1.161
每股净资产(元)	6.99	4.75	7.61	8.48	9.55
每股经营性现金流(元)	0.69	0.58	0.93	0.71	1.07
市盈率(倍)	24.32	16.59	35.67	24.59	19.81
行业优化市盈率(倍)	18.92	33.48	46.57	46.57	46.57
净利润增长率(%)	31.58%	20.55%	36.26%	45.07%	24.11%
净资产收益率(%)	9.16%	10.15%	7.87%	10.25%	11.28%
总股本(百万股)	213.60	341.76	348.37	348.37	348.37

来源：公司年报、国金证券研究所

**电子烟先行者****投资逻辑**

- **电子烟-烟草行业颠覆性产品：**电子烟具有更健康、更环保属性，在口感及给消费者带来的愉悦感可在一定程度上达到传统烟草水平，而且由于税率低，与传统烟草相比具有价格优势。目前欧美电子烟市场已进入爆发增长期，全球市场容量预计 20-30 亿美元。我们认为电子烟将是全球烟草行业发展趋势，电子烟主流化已是大势所趋，其很可能成为烟草行业颠覆性产品。
- **国内电子烟潜在蛋糕大，门槛高：**烟草在我国属于垄断行业，而且我国实行烟草专卖制度，预计国内电子烟的游戏主导权在烟草总局及各地方中烟公司。我们判断国内电子烟启动是大势所趋，国内电子烟政策 14 年可能明朗。而烟草包装企业在传统业务方面与烟草企业有着稳定的合作历史，可利用良好的合作关系切入电子烟业务，将成为国内电子烟市场的最大受益者。以电子烟占烟草 5%市场份额计，我们预计国内电子烟市场容量将达 600-700 亿元。
- **公司显著受益电子烟爆发，将积极打造全产业链供应商：**目前公司正分享欧美电子烟市场蛋糕快速变大的过程，而在国内市场公司也在积极布局，利用上海绿新、东风股份在烟草系资源，攻城略地，公司将显著受益于国内市场的启动。目前公司电子烟业务集中于组装环节，未来将逐步向锂电池、香精、香料等环节拓展，变成全产业链供应商。
- **内生增长&并表因素，高增长确定性高：**公司传统业务依靠兰州烟草、福建泰兴新订单，以及浙江德美、金升彩并表贡献，14 年业绩高增长确定性高，而且我们预计公司在传统业务的收购整合仍将延续，公司未来两年有望保持高速增长。

**盈利预测及投资建议**

- 我们预测公司 2013-2015 年营业收入为 17.95 亿元、26.5 亿元、33 亿元，分别同比增长 30.9%、47.6%、24.5%。2013-2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 2.25 亿元、3.26 亿元、4.04 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.65 元、0.94 元、1.16 元。基于电子烟对于公司业绩弹性大且公司未来两年业绩高增长确定性高，给予公司未来 6-12 个月 28.2 元目标价，对应 14 年 30 倍 PE、15 年 24.3 倍 PE，建议买入。

**风险**

- 大非减持；国内电子烟进展低于预期；控烟政策导致烟草产量下滑

## 内容目录

电子烟先行者 .....	4
电子烟之势已成，公司积极布局.....	5
全球电子烟爆发增长 .....	5
国内电子烟启动大势所趋 .....	7
公司将显著受益国内电子烟市场启动 .....	9
传统业务稳健增长，具有一定安全边际 .....	9
真空镀铝纸产业链介绍 .....	9
烟草结构调整近尾声，真空镀铝纸需求增速趋于下行 .....	10
行业存整合预期.....	12
真空镀铝纸 VS 烟标 .....	13
盈利预测及估值.....	14
附录：三张报表预测摘要 .....	16

## 图表目录

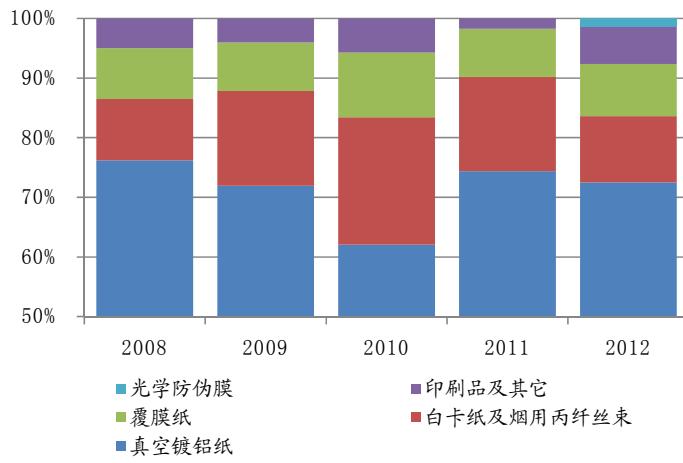
图表 1: 上海绿新收入结构.....	4
图表 2: 上海绿新毛利结构.....	4
图表 3: 2010-2012 年营收复合增速 19.4% (百万元) .....	5
图表 4: 2010-2012 年净利润复合增速 19.4% (百万元) .....	5
图表 5: 电子烟结构 .....	5
图表 6: 美国电子烟规模基本翻番增长 .....	6
图表 7: 2013 年 BLU 销售额增长 2.3 倍 (美元) .....	6
图表 8: 合元集团营收收入复合增速达 83% (美元) .....	6
图表 9: 电子烟处于爆发前期 (烟草利润: 百万美元) .....	6
图表 10: 2020 年电子烟占烟草利润将达 15% .....	6
图表 11: 吸烟者对自身健康关注度上升 .....	7
图表 12: 电子烟成本优势 .....	7
图表 13: 烟草业利税总额保持快速增长 .....	8
图表 14: 烟草业税收是国家财政收入稳定来源 .....	8
图表 15: 国内电子烟市场粗略测算 .....	9
图表 16: 金属化包装用纸的技术演绎 .....	10
图表 17: 真空镀铝纸产业链 .....	10
图表 18: 全球真空镀铝纸复合增速 11.5% .....	11
图表 19: 我国烟草真空镀铝纸消费增速趋于下行 .....	11
图表 20: 烟草包装真空镀铝纸消费量预测 .....	11
图表 21: 中国卷烟产量(万箱) .....	12
图表 22: 高档卷烟销量增速 .....	12

图表 23: 我国烟草结构变化.....	12
图表 24: 我国烟草重点品牌销量增速 .....	12
图表 25: 国内重点真空镀铝纸企业 .....	13
图表 26: 公司收购史 .....	13
图表 27: 烟标行业市场容量 (亿元) .....	13
图表 28: 烟标行业市场份额 (收入) .....	13
图表 29: 国内真空镀铝纸/转移纸重点公司 .....	13
图表 30: 真空镀铝纸/转移纸市场份额 (产能) .....	13
图表 31: 公司营业/管理/财务费用预测 .....	14
图表 32:公司营业收入明细表.....	15

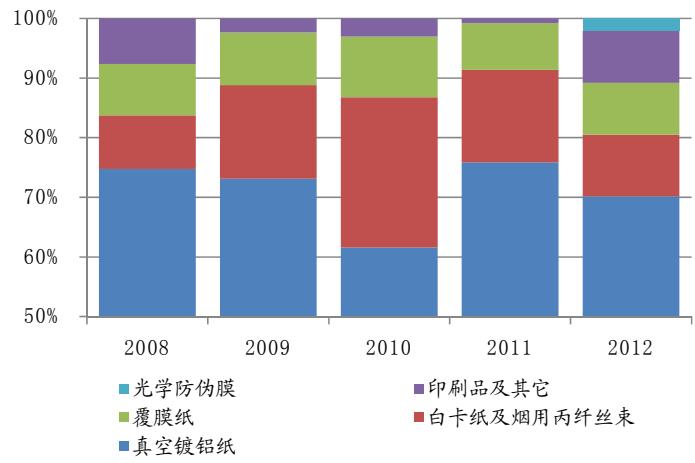
## 电子烟先行者

- 公司主营真空镀铝纸，是包装印刷企业的供应商，属于烟草包装印刷产业链上的一环。公司产品包括真空镀铝纸、覆膜纸、白卡纸和烟用丙纤丝束及其它社会印刷品等。
- 公司在国内真空镀铝纸行业市场占有率 20%左右，位列第一。客户多为国内外知名企业，重点客户包括上海烟草、安徽中烟、浙江中烟、江苏中烟、云南中烟、英美烟草等，优质客户资源的不断积累为公司长远发展提供坚实动力。
- 公司服务的品牌包括“中华”、“云烟”、“芙蓉王”、“玉溪”、“红塔山”、“利群”、“黄鹤楼”、“黄果树”、“双喜”、“黄山”、“南京”等。
- **逐步涉足非烟领域。**由于烟草行业增速相对较慢，公司亦开始布局非烟领域，2013 年收购浙江德美拓展社会品印刷领域。
- 公司非烟标客户包括香飘飘、飞利浦、GE、联合利华、中华牙膏、迪奥、香奈儿等公司。
- **电子烟业务将成公司核心重点。**2013年9月公司公告与东风股份等成立合资公司——上海乐鑫，公司作为控股股东，占股权50.1%。电子烟作为烟草业革命性的新产品，在欧美已形成消费趋势，行业处于爆发增长期，全球烟草巨头开始加大布局。公司利用给欧美巨头代工的方式，分享行业爆发增长的机遇，同时积极布局国内市场，有望成为国内电子烟市场启动的最大受益者之一。

图表1：上海绿新收入结构



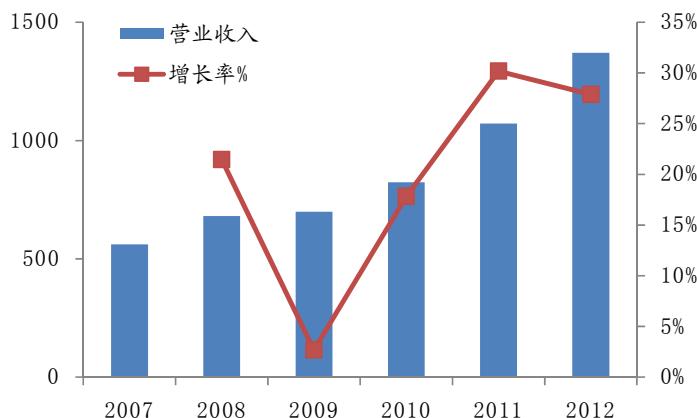
图表2：上海绿新毛利结构



来源：公司财报、国金证券研究所

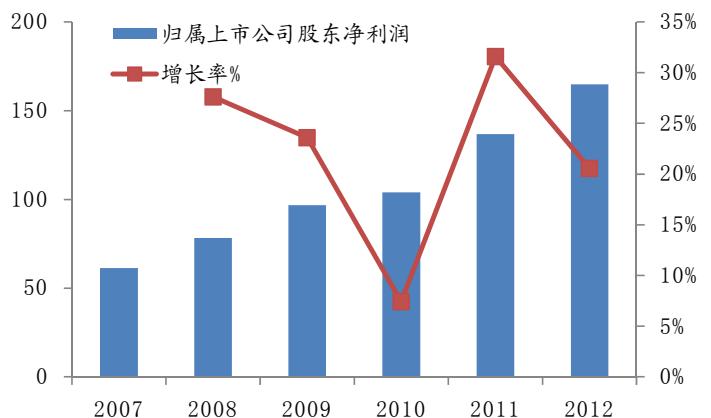
- 借助资本市场平台，依靠兼并收购等方式，公司业绩保持快速增长。2012 年公司营业收入 13.7 亿元，近三年复合增速 25.2%；2012 年公司净利润 1.65 亿元，近三年复合增速 19.4%。

图表3: 2010-2012年营收复合增速19.4% (百万元)



来源：公司财报、国金证券研究所

图表4: 2010-2012年净利润复合增速19.4% (百万元)



## 电子烟之势已成，公司积极布局

### 全球电子烟爆发增长

- 电子烟是由电池、雾化器与烟弹所组成的仿香烟装置。电子烟通过雾化器将烟弹里的电子烟液雾化成雾，从而模拟香烟的效果。
- 因电子烟不燃烧，不产生焦油和二氧化碳，不污染环境，是健康的香烟替代品。目前电子烟产品已具有几十种不同的类型以及几百种不同的口味。
- 与普通香烟相比，电子烟不含焦油、无一氧化碳、二氧化碳等有害物质，所以对吸烟者伤害很小。另外烟碱溶液经雾化后形成汽溶胶，汽溶胶在空气中迅速被稀释，不会形成二手烟。
- 电子烟是烟民戒烟的较好选择，除采用尼古丁替代疗法，还可在不改变烟民习惯性动作的背景下，在潜移默化中完成戒烟。

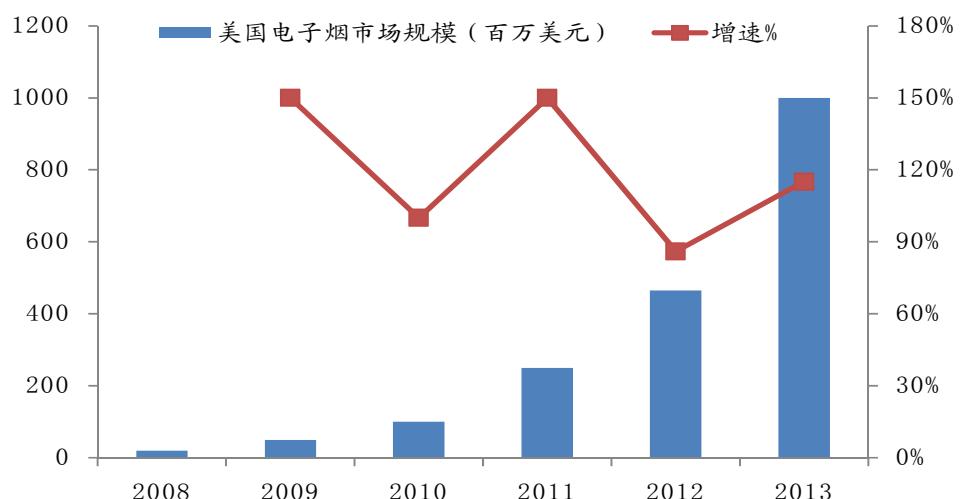
图表5: 电子烟结构



来源：网络、国金证券研究所

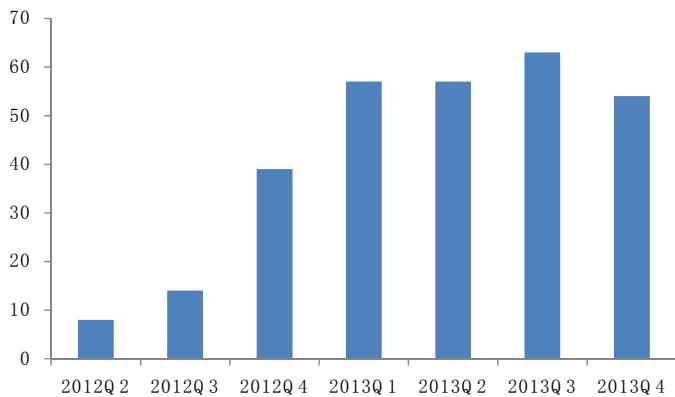
- 目前全球电子烟已进入爆发增长期，以美国为例，2013年美国电子烟销售额达10亿美元，过去几年基本翻番增长。预计全球电子烟市场容量20-30亿美元。
- 2013年美国最大电子烟公司BLU销售额增长2.3倍。
- 全球最大电子烟代工企业合元集团过去几年复合增速83%，2012年销售额达1.6亿美元。

图表6：美国电子烟市场规模基本翻番增长



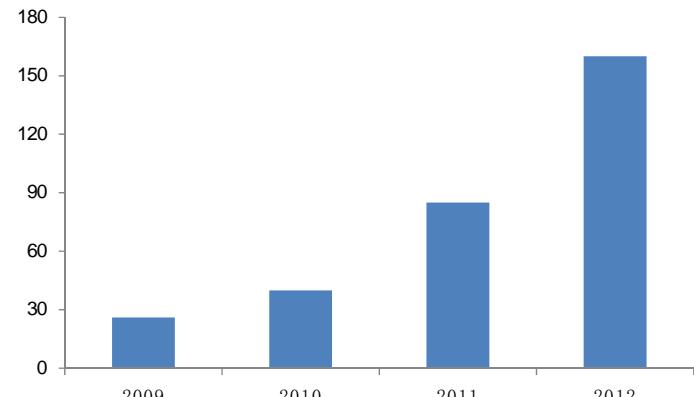
来源：国金证券研究所

图表7：2013年BLU销售额增长2.3倍(美元)



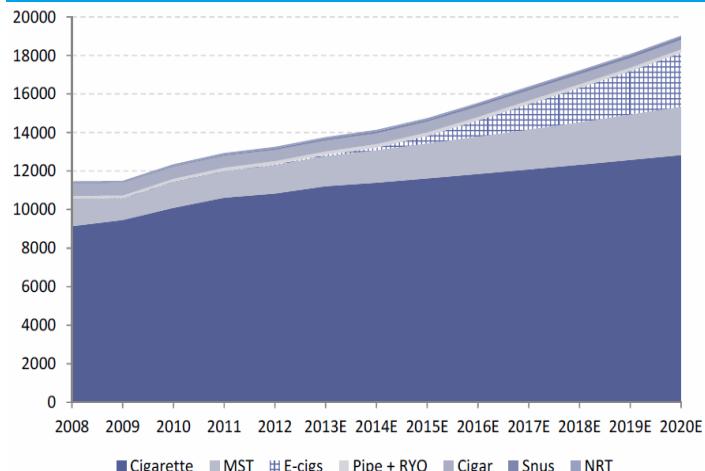
来源：国金证券研究所

图表8：合元集团营收收入复合增速达83%(美元)



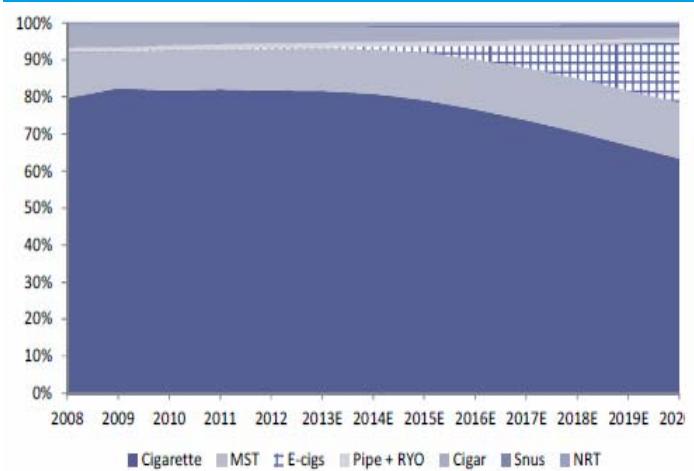
■ 美国烟草行业总体零售规模接近 900 亿美元，目前电子烟占烟草总体规模约 1%。据预测美国电子烟销售额未来几年将达到 100 亿美元，到 2020 年将占整个烟草行业销量 10%（基于等量卷烟计算），销售额的 19%以及利润的 15%，拥有十倍以上空间。

图表9：电子烟处于爆发前期(烟草利润：百万美元)



来源：高盛、国金证券研究所

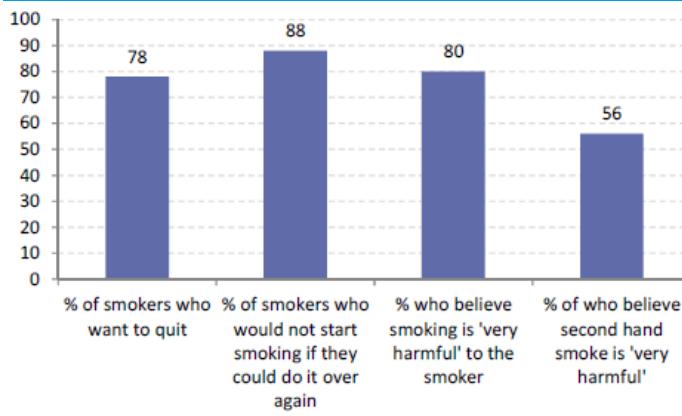
图表10：2020年电子烟占烟草利润将达15%



### ■ 电子烟爆发的原因:

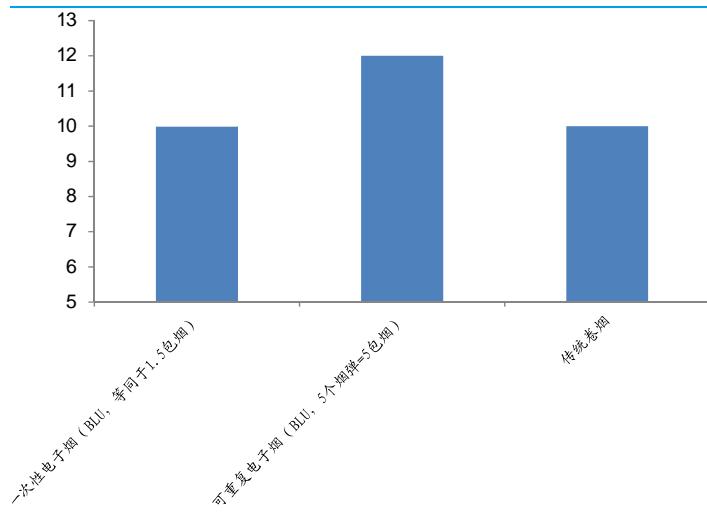
- **更健康、更环保:** 欧美发达国家卷烟消费者对自身健康关注度上升，且社会对吸烟者的评价日益负面（可从美国传统烟草消费逐年下滑得到验证），使得消费者更青睐更健康、环保的电子烟产品，而且电子烟在口感及对给消费者带来的愉悦感可在一定程度上达到传统烟草水平。
- **成本优势:** 烟草公司的高定价和烟草税的大幅提高使得吸烟的成本越发高昂，而电子烟因无须缴纳消费税和和解费，因此具有较大的成本优势（以一次性电子烟为例，其价格与普通一包烟相当，但量等同于两包烟），因此电子烟对不富裕的消费者而言通常也更为经济，尤其是在高税收州。而且由于其价格优势，电子烟企业可更大幅度让利于渠道商，零售商销售电子烟的毛利率(30%-40%)也高于传统卷烟(5%-15%左右)。
- **产品创新&新颖的营销策略:** 电子烟属于新兴产品，通过持续不断的产品创新，用户体验得到较大改善，营销策略也模仿传统消费品，利用传统和社交媒体战略以改善品牌形象及扩大产品认知度。
- **政策松绑:** 电子烟在进入美国的过程中遭遇美国食品及药品监管局的重重阻挠，2012年 Enjoy 公司起诉 FDA 并胜诉使电子烟变成合法产品，成为电子烟在美快速发展的重要推动剂，行业开始进入爆发增长期。不过目前欧美国家关于电子烟政策仍处于博弈期，一些国家与地区公共场合也开始禁抽电子烟，政策变化仍需关注。

图表11：吸烟者对自身健康关注度上升



来源：高盛、国金证券研究所

图表12：电子烟成本优势

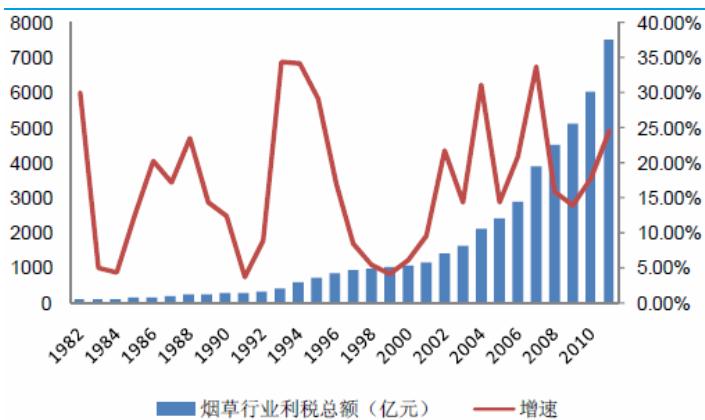


### 国内电子烟启动大势所趋

- 我国是电子烟制造大国，但 90% 电子烟是销往国外，其中美国是最大的出口市场。国内电子烟销售几乎可以忽略不计。而且基本处于监管盲区，部分电子烟企业通过网络等渠道进行销售，但由于品牌知名度低，消费者信任度不高，规模普遍不大。而由于前几年的如烟事件，导致非中烟系电子烟企业也不敢砸资源布局国内市场。
- 对于电子烟出口业务，我们认为未来将逐渐成为红海，一方面随着欧美电子烟的整合（蛋糕将逐步回归到传统烟草企业手里），下游客户集中度提高必定带来议价力的提升；另一方面因电子烟的门槛并不高，新进入者将越来越多，竞争大概率将趋于激烈。
- 我们认为电子烟业务的核心看点还在于国内，不过由于烟草对政府财政贡献度较大，中烟对推进电子烟业务会比较慎重，但我们认为国内电子烟的启动是大势所趋。

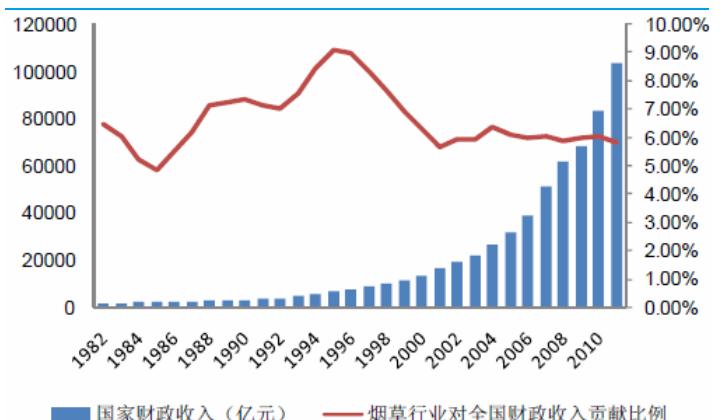
- 近十年来烟草业上缴利润占全国财政收入稳定在 6% 左右，是国家财政收入的重要来源之一。2012 年烟草行业共实现工商利税 8650 亿元，同比增长 15.8%，上缴国家财政 7167 亿元，同比增长 19.4%。

图表13：烟草业利税总额保持快速增长



来源：WIND、国金证券研究所

图表14：烟草业税收是国家财政收入稳定来源



- 首先从欧美电子烟发展状况看，电子烟已渐主流化，电子烟或将成为烟草行业的颠覆性产品，对于这一趋势，国内烟草业不会无动于衷，而且欧美传统大型烟草企业在初期忽视电子烟所造成被动局面，国内烟草企业也是看在眼里；
- 其次烟草企业关注点主要在利税，而我们认为国内推进电子烟业务并不会对国内利税产生冲击：1、欧美烟草业已过高峰，烟民对自身健康关注高，因此电子烟会对传统烟草形成替代，而国内仍未到此阶段，当前国内开拓电子烟很可能是增量；2、国内传统烟草价格偏低，而电子烟的价格则相对较高，电子烟的盈利性要好于绝大多数卷烟。
- 此外，公共场合禁烟的逐步收紧会促使烟草总局布局新型烟草，以对冲风险，而电子烟因更健康、环保肯定将作为重点选择，我们预计烟草总局会加快国内电子烟的推进。
  - 13 年 10 月底，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于领导干部带头在公共场所禁烟有关事项的通知》，我们预计公共场合禁烟有可能逐步收紧，我国控烟政策有望实质推进。
  - 从西方来看，公共场合禁烟也是电子烟可作为普通烟草的替代品也是快速增长的一个重要原因。我们认为领导干部公共场合禁烟通知的出台可能促使烟草总局加快国内电子烟政策推进。
- 潜在蛋糕多大？目前电子烟分为一次性电子烟和可重复型电子烟，一次性电子烟的使用寿命约为两包传统香烟，假设国内电子烟的销售价格为 30 元/支。
- 考虑烟草消费层级及电子烟的价格因素，国内电子烟的消费群体主要为一类烟消费者，假设电子烟市场份额占比 1%、5%、10%，则国内电子烟市场容量分别为 29 亿、144 亿、288 亿元。若未来随着技术的进步及规模优势导致成本的下降，电子烟的价格逐步回落，消费层级扩大到所有烟民，电子烟市场份额占比 1%、5%、10%，则电子烟市场容量分别为 124 亿、619 亿、1238 亿元。
- 由于我们判断中烟仅会选择几家合作伙伴，国内电子烟启动的受益对象将会比较集中，如 A 股上市的劲嘉、绿新、东风等。

图表15：国内电子烟市场粗略测算

	一类烟	一类烟	一类烟	1-5类烟	1-5类烟	1-5类烟
2012年销量(万大箱)	767	767	767	4950	4950	4950
电子烟市场份额%	1%	5%	10%	1%	5%	10%
电子烟价格(元/支)	30	30	30	20	20	20
电子烟市场容量(亿元)	29	144	288	124	619	1238
电子烟出厂额(亿元)	7	36	72	31	155	309
净利润(净利率以20%计；亿元)	1.4	7.2	14.4	6.2	30.9	61.9
市值(25倍PE；亿元)	36	180	360	155	773.4	1547

来源：国金证券研究所

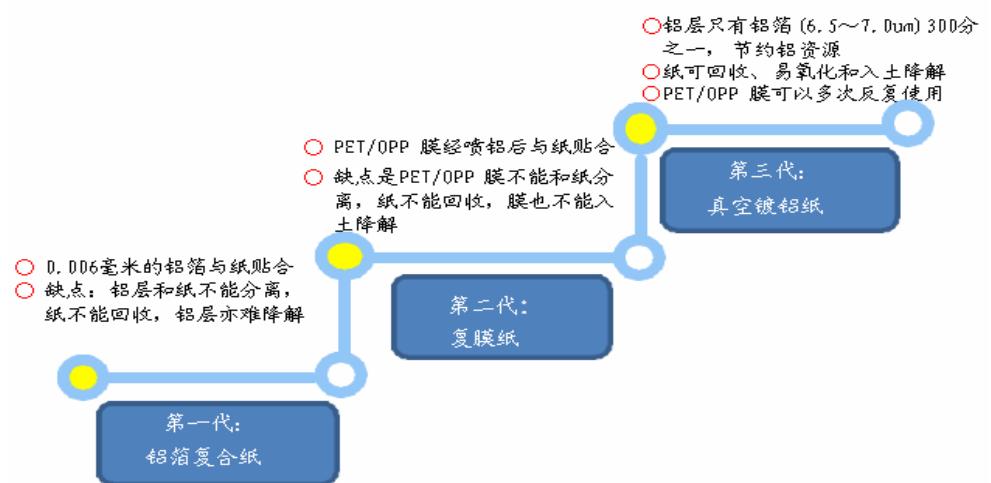
**公司将显著受益国内电子烟市场启动**

- 烟草在我国属于垄断行业，而且我国实行的是烟草专卖制度，我们预计国内电子烟的游戏主导权在烟草总局及各地方中烟公司。
- 对于国内电子烟参与者而言，核心竞争优势在渠道，尤其是与烟草企业之间的关系和合作的历史。目前涉足电子烟业务的烟草包装类企业如劲嘉、绿新、东风由于在传统业务方面与烟草企业有着稳定的合作历史，因此可利用良好的合作关系切入国内电子烟业务，有可能成为国内电子烟市场的最大受益者。
- 而从合作模式看，电子烟目前仍属于劳动密集型产业，中烟大概率会将制造环节外包，但核心的烟弹环节很可能将掌握在自己手里，但各电子烟制造商也有可能在股权合作方面取得一定的突破，即不仅仅获得制造环节利润，而在流通环节亦能一定比例分成，但这块仍需观察。
- 不同于现有电子烟出口模式，未来国内电子烟业务将是高门槛，高盈利的好生意。而从现有烟辅材料供应商的盈利水平推断，电子烟净利率预计将达20%左右。
- 上海乐鑫（上海绿新与东风股份及龙功云运合资公司）目前正积极布局国内市场，利用上海绿新、东风股份在烟草系资源，攻城略地，公司将显著受益于国内市场的启动。而在出口市场，公司也将分享欧美市场蛋糕快速变大的过程，目前公司电子烟业务集中于组装环节，预计将逐步向锂电池、香精、香料等环节拓展，变成全产业链供应商。
- 绿新/东风重点烟草客户包括上海烟草、兰州中烟、吉林中烟、贵州中烟、广西中烟等，这些客户很可能成为公司电子烟业务重点合作对象。

**传统业务稳健增长，拥有一定安全边际****真空镀铝纸产业链介绍**

- 真空镀铝纸系采用真空镀铝技术，在高真空中，以电阻、高频或电子束加热，使铝丝加热至气化后附着在纸板上形成的包装材料。按其生产工艺可分为直接法(纸面镀铝)和转移法(膜面镀铝)两种。
- 真空镀铝纸性能好、外形美观、易于印刷，且具有成本优势，正逐步替代传统的铝箔复合纸、复膜纸，广泛应用于卷烟包装和高档社会用品领域。
  - 成本优势：镀铝纸的铝层厚度仅为铝箔复合纸用铝量的1/200~1/300；其次镀铝纸适合高速印刷，吨成本可比铝箔复合纸节约3000元左右；而与复膜纸相比，真空镀铝纸的PET膜可反复使用多次，因此成本可节约10%。
  - 环保：铝箔复合纸、复膜纸所使用的铝箔、PET薄膜均不能与纸张分离，导致纸张难以回收，同时铝箔与PET薄膜也难以降解。而真空镀铝纸使用铝材料较少，容易处理和再生利用，属于环保型产品。

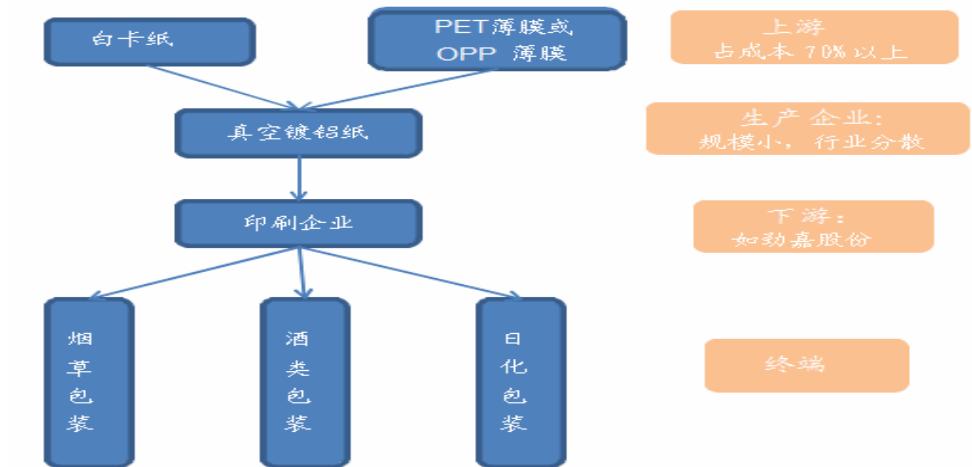
图表16：金属化包装用纸的技术演绎



来源：招股书、国金证券研究所

- 真空镀铝纸产业链的上游是原料纸张及薄膜，纸张主要是白卡纸、铜版卡等，薄膜材料包括 PET 薄膜或 BOPP 薄膜，原料成本约占真空镀铝纸总成本近七成。
- 真空镀铝纸行业下游是印刷企业，如在 A 股上市的劲嘉股份、东风股份等，其中烟草是目前真空镀铝纸主要应用领域，市场份额约占 85%。

图表17：真空镀铝纸产业链

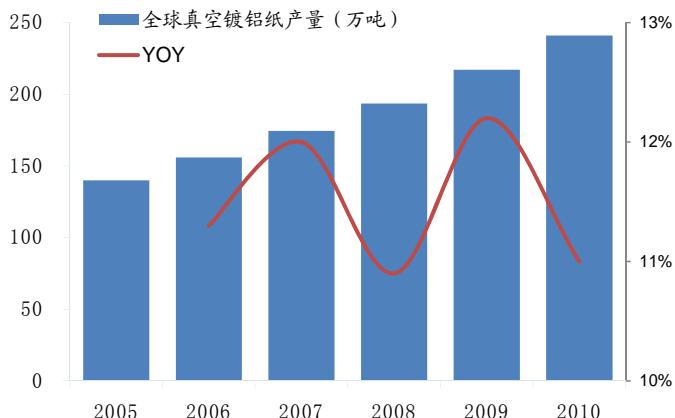


来源：国金证券研究所

#### 烟草结构调整近尾声，真空镀铝纸需求增速趋于下行

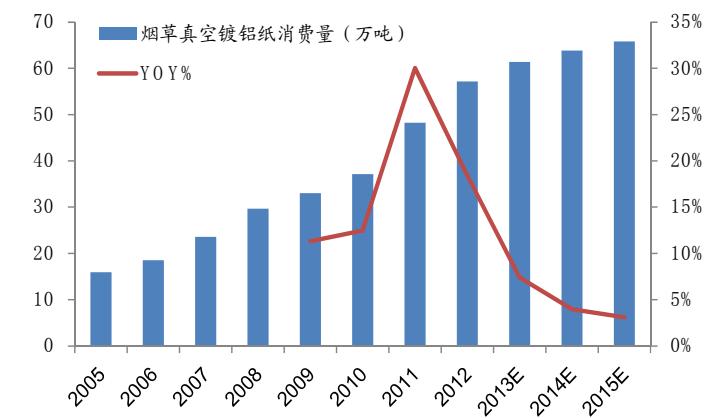
- 真空镀铝纸在欧美被广泛应用于食品、日化、卷烟、酒、化妆品等商品包装，2010 年全球真空镀铝纸产量 240 万吨，过去五年复合增长率达 11.5%。
- 卷烟包装是我国真空镀铝纸的主要应用领域，以绿新为例，烟草包装占公司产品销量 90% 左右。目前国内真空镀铝纸总规模约 60-70 万吨，最近三年在烟草结构调整及升级的拉动下，我国真空镀铝纸消费复合增速约 18%，但随着烟草结构调整趋于尾声，行业增速趋于下行。

图表18：全球真空镀铝纸复合增速 11.5%



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表19：我国烟草真空镀铝纸消费增速趋于下行



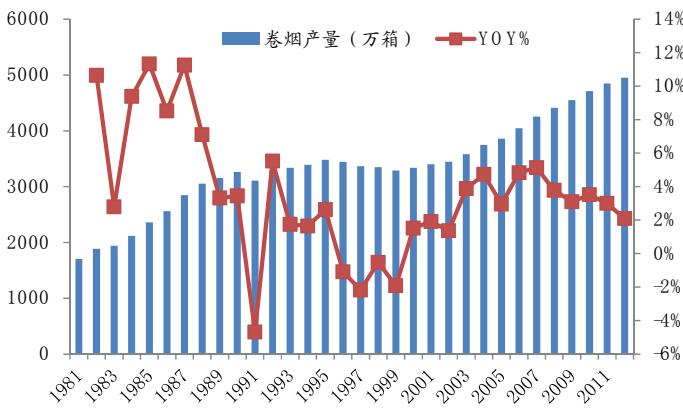
图表20：烟草包装真空镀铝纸消费量预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
卷烟产量(万箱)	3857.9	4044.2	4251.4	4411.8	4548.6	4708.2	4849.0	4950.0	4999.5	5000.0	5000.0
YOY		4.8%	5.1%	3.8%	3.1%	3.5%	3.0%	2.1%	1.0%	0.0%	0.0%
前三类卷烟产量(万箱)	898.9	1099.2	1407.2	1738.2	1924.0	2151.6	2797.9	3410.6	3599.6	3700.0	3750.0
YOY		22.3%	28.0%	23.5%	10.7%	11.8%	30.0%	21.9%	5.5%	2.8%	1.4%
前三类占比	23.3%	27.2%	33.1%	39.4%	42.3%	45.7%	57.7%	68.9%	72.0%	74.0%	75.0%
每万大箱硬盒小包耗纸量(吨)	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0	157.0
每万大箱软盒小包耗纸量(吨)	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0
硬盒包装占比	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
每万箱条盒耗纸量	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5
每万大箱卷烟耗纸量	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2	197.2
前三类卷烟包装耗纸量(万吨)	17.7	21.7	27.8	34.3	37.9	42.4	55.2	67.3	71.0	73.0	74.0
烟草真空镀铝纸消费量(万吨)	16.0	18.5	23.6	29.7	33.0	37.1	48.0	56.8	61.4	63.8	65.8
YOY%						11.3%	12.5%	29.3%	18.4%	8.0%	4.0%
											3.1%

来源：烟草在线、国金证券研究所

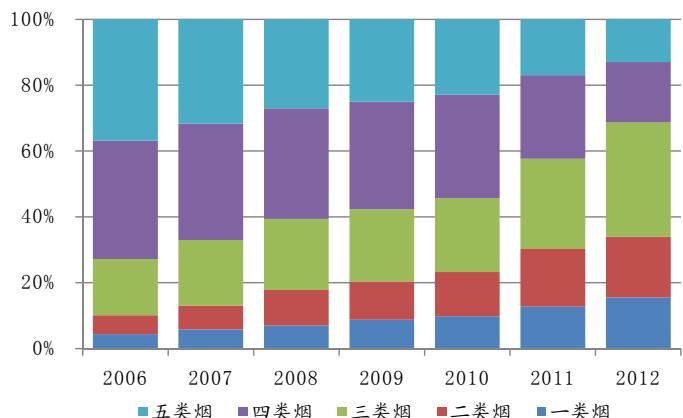
- 烟草产业结构调整推动近几年国内中高档品牌卷烟快速增长。
- 企业整合。2006 年国家烟草专卖局提出培育 10 多个重点骨干企业和 10 多个名优卷烟品牌战略。目前国内烟草企业已从上世纪末的 180 家，整合到现在 16+1 家，大多数省份都完成了省内联合重组，跨省重组又成了新的趋势。
- 大品牌战略。国家烟草专卖局 2010 公布了被简称为“532”、“461”的行业品牌发展战略蓝图，强烈推动品牌做大做强，优化卷烟产品结构，推动烟草产业结构优化升级。
- 减害降焦推动企业产品结构调整。2010 年底国家烟草专卖局内部下发通知，规定自 2011 年 1 月 1 日起，不得生产与进口烟盒标焦油量在 12 毫克 / 支以上的卷烟产品，本次调整是自 2009 年国家烟草专卖局限定烟盒标焦油量在 13 毫克 / 支后，再一次降低卷烟盒标焦油最高限量。
- 根据烟草统计数据看，客观真实地反映了卷烟消费结构提升的现状，高端品牌分享着市场快速成长的果实，由此也推动高档包装如真空镀铝纸需求快速增长。

图表21：中国卷烟产量(万箱)



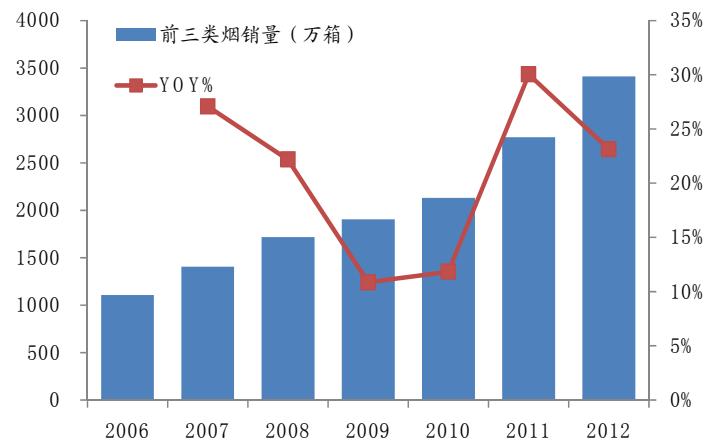
来源: WIND、国金证券研究所

图表23：我国烟草结构变化

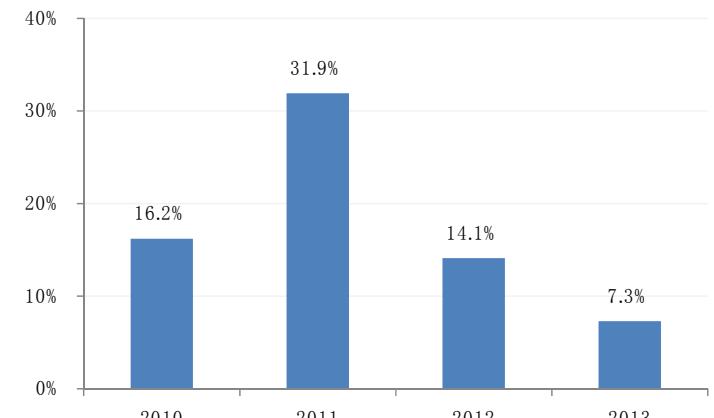


来源: 烟草在线、国金证券研究所

图表22：高档卷烟销量增速



图表24：我国烟草重点品牌销量增速



### 行业存整合预期

- 真空镀铝纸行业格局分散，集中度仍有较大提升空间。据统计，国内现有真空镀铝纸生产企业 40 家左右，企业平均规模约 1.5 万吨。上海绿新作为行业规模最大的企业，产能 10 万吨，市场占有率仅 20% 左右，前十家企业合计规模 30 多万吨，占市场份额 50%-60%。
- 随着国内卷烟产业大规模的整合，对包装材料的供应要求将会提高，如高质量、大批量、及时性及更好的服务水平等，这将给行业内小企业带来较大的挑战，行业龙头企业的优势将凸显。
- 公司将扮演行业整合者角色。“人脉”及与烟草企业的关系是企业能否拿到订单的核心关键因素，行业具有较高的护城。我们认为行业整合者只会由现有龙头企业承担，我们看好上海绿新，理由有三：一、公司在烟草行业经营多年，人脉关系深厚，积累较多优质客户资源，和下游客户间形成稳定密切的合作关系；二、此外公司在手资金充足，拥有较强外延扩张的能力；三、公司具有很多成功的资本运作经验。

图表25：国内重点真空镀铝纸企业

	产能(万吨)
上海绿新	10
浙江爱迪尔包装	5
万顺股份	4
云南新兴仁恒包装	3.5
奥科控股	2
恒丰纸业	1.5
富狮科技	1.5
玉溪中通包装	1.5
合计	29

来源：公司公告、国金证券研究所

图表26：公司收购史

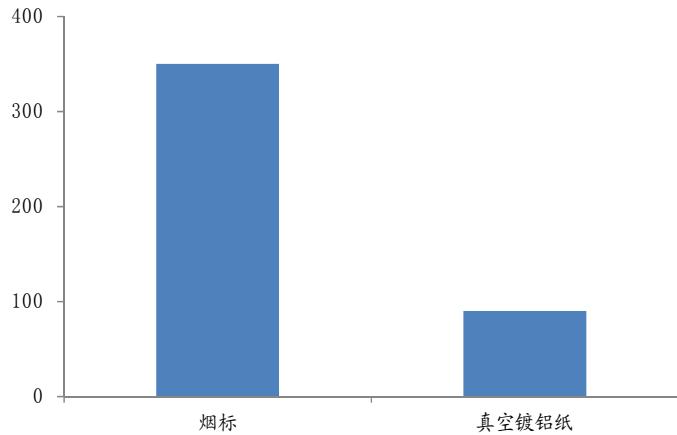
收购公司名称	收购时间	股权	金额(亿元)	主营业务	产能(万吨)	销售额(亿元)
金升彩	2013.10.27	100%	2.28	真空镀铝纸	2	2.65
浙江德美	2013.6.28	60%	0.74	纸容器包装		3.09
福建泰兴	2012.6.15	85%	4.85	真空镀铝纸	3	4.27
江阴特锐达	2011.10.21	75%	0.2	真空镀铝纸	1	NA
优恩吉德	2011.8.17	100%	0.57	真空镀铝纸	1	NA

### 真空镀铝纸 VS 烟标

#### ■ 我们简要比较下真空镀铝纸及烟标行业。

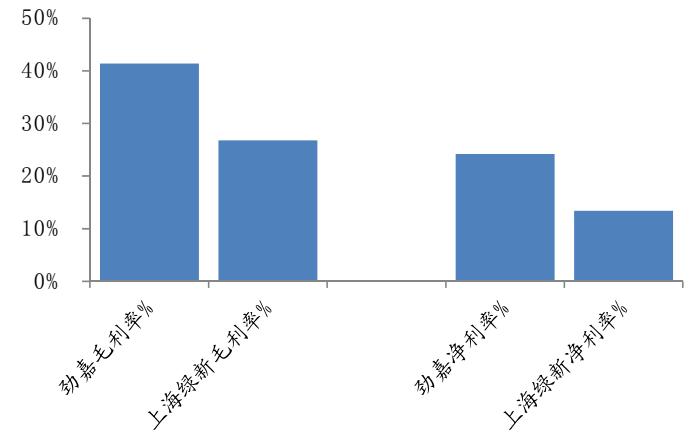
- **相同点：**1) 内生增速慢，受制于烟草行业大环境；2) 盈利能力强，质量高且较为稳定；3) 行业整合仍有空间。
- **不同点：**1) 真空镀铝纸企业与烟草企业之间隔着一道环节，因此与烟草企业的关系没有烟标企业“铁”；2) 烟标行业蛋糕大；3) 烟标行业集中度更低，行业拥有较多的“三产”标的，外延空间更大些。

图表27：烟标行业市场容量(亿元)

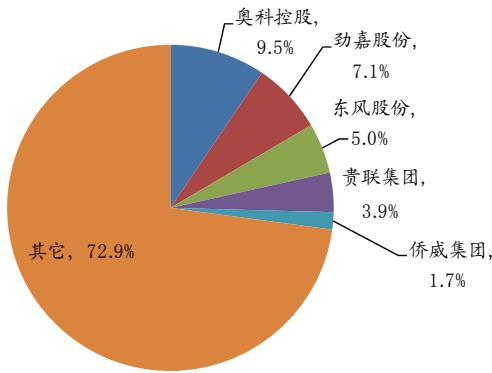


来源：公司招股书、国金证券研究所

图表28：烟标行业市场份额(收入)

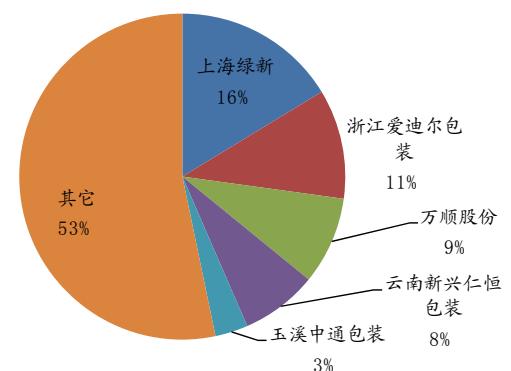


图表29：国内真空镀铝纸/转移纸重点公司



来源：国金证券研究所

图表30：真空镀铝纸/转移纸市场份额(产能)



## 盈利预测及估值

- 公司各产品销售、价格、毛利率预测见销售预测表。
- 费用预测及税费假设如下表

图表31：公司营业/管理/财务费用预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销售费用率%	2.9%	2.8%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用率%	4.8%	5.9%	7.2%	6.9%	7.0%	7.0%
所得税率%	17.9%	16.2%	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%

来源：国金证券研究所

### ■ EPS: 2013 年 0.65 元、2014 年 0.94 元、2015 年 1.16 元。

- 根据上面假设，我们预测公司 2013-2015 年营业收入为 17.95 亿元、26.5 亿元、33 亿元，分别同比增长 30.9%、47.6%、24.5%。
- 2013-2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 2.25 亿元、3.26 亿元、4.04 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.65 元、0.94 元、1.16 元。
- 基于电子烟对于公司业绩弹性大，给予公司未来 6-12 个月 28.2 元目标价，对应 14 年 30 倍 PE、15 年 24.3 倍 PE，建议买入。

图表32:公司营业收入明细表

项目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>真空镀铝纸</b>						
销售收入(百万元)	457.85	718.56	900.45	1,200.00	1,650.00	2,050.00
增长率(YOY)	#REF!	56.94%	25.31%	33.27%	37.50%	24.24%
毛利率	23.91%	23.34%	25.67%	28.90%	28.30%	28.00%
销售成本(百万元)	348.37	550.85	669.30	853.20	1,183.05	1,476.00
增长率(YOY)	#REF!	58.12%	21.50%	27.48%	38.66%	24.76%
毛利(百万元)	109.47	167.71	231.15	346.80	466.95	574.00
增长率(YOY)	#REF!	53.20%	37.82%	50.04%	34.65%	22.93%
占总销售额比重	55.57%	67.00%	65.66%	66.85%	62.26%	62.12%
占主营业务利润比重	56.22%	70.62%	67.50%	72.29%	66.08%	65.02%
<b>覆膜纸</b>						
销售收入(百万元)	80.05	78.15	108.62	115.00	120.00	130.00
增长率(YOY)	#REF!	-2.38%	38.99%	5.87%	4.35%	8.33%
毛利率	22.69%	22.20%	26.47%	18.71%	19%	19%
销售成本(百万元)	61.89	60.80	79.87	93.48	97.20	105.30
增长率(YOY)	#REF!	-1.76%	31.37%	17.04%	3.98%	8.33%
毛利(百万元)	18.16	17.35	28.75	21.52	22.80	24.70
增长率(YOY)	#REF!	-4.48%	65.71%	-25.16%	5.97%	8.33%
占总销售额比重	9.72%	7.29%	7.92%	6.41%	4.53%	3.94%
占主营业务利润比重	9.33%	7.31%	8.40%	4.49%	3.23%	2.80%
<b>白卡纸及丙纤丝束</b>						
销售收入(百万元)	157.55	152.91	138.14	70.00	70.00	70.00
增长率(YOY)	#REF!	-2.95%	-9.66%	-49.33%	0.00%	0.00%
毛利率	28.42%	22.42%	24.60%	26.84%	26.50%	26.50%
销售成本(百万元)	112.78	118.63	104.16	51.21	51.45	51.45
增长率(YOY)	#REF!	5.18%	-12.20%	-50.83%	0.47%	0.00%
毛利(百万元)	44.77	34.28	33.98	18.79	18.55	18.55
增长率(YOY)	#REF!	-23.43%	-0.87%	-44.71%	-1.28%	0.00%
占总销售额比重	19.12%	14.26%	10.07%	3.90%	2.64%	2.12%
占主营业务利润比重	22.99%	14.43%	9.92%	3.92%	2.62%	2.10%
<b>光学防伪膜</b>						
销售收入(百万元)			16.76	60.00	70.00	80.00
增长率(YOY)	#D\N\O!	#D\N\O!	258.00%	16.67%	14.29%	
毛利率			41.23%	41.00%	40.50%	40.00%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	9.85	35.40	41.65	48.00
增长率(YOY)	41.23%	41.00%	40.50%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利(百万元)	0.00	0.00	6.91	24.60	28.35	32.00
增长率(YOY)	#REF!	#D\N\O!	#D\N\O!	256.01%	15.24%	12.87%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	1.22%	3.34%	2.64%	2.42%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	2.02%	5.13%	4.01%	3.62%
<b>印刷品及其它</b>						
销售收入(百万元)	42.27	16.68	77.83	220.00	400.00	500.00
增长率(YOY)	#REF!	-60.54%	366.61%	182.67%	81.82%	25.00%
毛利率	12.73%	10.26%	36.85%	25.00%	23.50%	23.50%
销售成本(百万元)	36.89	14.97	49.15	165.00	306.00	382.50
增长率(YOY)	#REF!	-59.42%	228.35%	235.71%	85.45%	25.00%
毛利(百万元)	5.38	1.71	28.68	55.00	94.00	117.50
增长率(YOY)	#REF!	-68.20%	1575.85%	91.77%	70.91%	25.00%
占总销售额比重	5.13%	1.56%	5.68%	12.26%	15.09%	15.15%
占主营业务利润比重	2.76%	0.72%	8.37%	11.46%	13.30%	13.31%
<b>电子烟</b>						
销售收入(百万元)					210.00	350.00
增长率(YOY)	#REF!	#D\N\O!	#D\N\O!	#D\N\O!	#D\N\O!	66.67%
毛利率					35.00%	35.00%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	136.50	227.50
增长率(YOY)	#REF!	#D\N\O!	#D\N\O!	#D\N\O!	#D\N\O!	66.67%
毛利(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	73.50	122.50
增长率(YOY)	#REF!	#D\N\O!	#D\N\O!	#D\N\O!	#D\N\O!	66.67%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.92%	10.61%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.40%	13.88%
销售总收入(百万元)	823.86	1072.43	1371.40	1795.00	2650.00	3300.00
销售总成本(百万元)	629.14	834.94	1028.95	1315.27	1943.33	2417.13
毛利(百万元)	194.72	237.49	342.45	479.73	706.67	882.87
平均毛利率	23.64%	22.15%	24.97%	26.73%	26.67%	26.75%

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>824</b>	<b>1,072</b>	<b>1,371</b>	<b>1,795</b>	<b>2,650</b>	<b>3,300</b>							
增长率	30.2%	27.9%	30.9%	47.6%	24.5%		货币资金	209	1,014	652	1,323	1,440	1,839
<b>主营业务成本</b>	<b>-629</b>	<b>-835</b>	<b>-1,029</b>	<b>-1,315</b>	<b>-1,943</b>	<b>-2,417</b>	应收账款	203	224	380	402	593	738
% 销售收入	76.4%	77.9%	75.0%	73.3%	73.3%	73.2%	存货	209	318	469	396	586	728
<b>毛利</b>	<b>195</b>	<b>237</b>	<b>342</b>	<b>480</b>	<b>707</b>	<b>883</b>	其他流动资产	50	94	42	107	157	195
% 销售收入	23.6%	22.1%	25.0%	26.7%	26.7%	26.8%	流动资产	671	1,649	1,543	2,229	2,776	3,501
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	% 总资产	79.4%	88.5%	61.8%	62.4%	65.8%	71.7%
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	长期投资	23	22	24	25	24	24
<b>营业费用</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-58</b>	<b>-81</b>	<b>-119</b>	<b>-149</b>	固定资产	102	143	417	439	540	479
% 销售收入	2.9%	2.8%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	% 总资产	12.1%	7.7%	16.7%	12.3%	12.8%	9.8%
<b>管理费用</b>	<b>-39</b>	<b>-63</b>	<b>-99</b>	<b>-124</b>	<b>-186</b>	<b>-231</b>	无形资产	49	47	512	877	876	875
% 销售收入	4.8%	5.9%	7.2%	6.9%	7.0%	7.0%	非流动资产	174	214	955	1,343	1,442	1,380
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>131</b>	<b>143</b>	<b>181</b>	<b>268</b>	<b>391</b>	<b>490</b>	% 总资产	20.6%	11.5%	38.2%	37.6%	34.2%	28.3%
% 销售收入	15.8%	13.3%	13.2%	14.9%	14.8%	14.9%	<b>资产总计</b>	<b>845</b>	<b>1,863</b>	<b>2,498</b>	<b>3,571</b>	<b>4,218</b>	<b>4,881</b>
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	短期借款	135	10	230	0	0	0
% 销售收入	0.6%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	应付款项	284	323	490	577	852	1,060
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他流动负债	11	13	45	31	46	57
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	430	346	764	608	898	1,117
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	18	18	18	18
% 销售收入	2.4%	3.1%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	7	13	0	0	0
<b>% 税前利润</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>负债</b>	<b>430</b>	<b>353</b>	<b>795</b>	<b>626</b>	<b>916</b>	<b>1,135</b>
<b>营业利润</b>	<b>129</b>	<b>155</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>419</b>	<b>523</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>397</b>	<b>1,492</b>	<b>1,625</b>	<b>2,855</b>	<b>3,180</b>	<b>3,585</b>
营业利润率	15.7%	14.5%	13.7%	15.6%	15.8%	15.8%	少数股东权益	17	17	78	91	121	161
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>845</b>	<b>1,863</b>	<b>2,498</b>	<b>3,571</b>	<b>4,218</b>	<b>4,881</b>
<b>税前利润</b>	<b>132</b>	<b>169</b>	<b>209</b>	<b>280</b>	<b>419</b>	<b>523</b>							
利润率	16.1%	15.8%	15.2%	15.6%	15.8%	15.8%							
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>-42</b>	<b>-63</b>	<b>-78</b>							
所得税率	17.9%	16.2%	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%							
<b>净利润</b>	<b>109</b>	<b>142</b>	<b>174</b>	<b>238</b>	<b>356</b>	<b>444</b>							
少数股东损益	5	5	9	13	30	40							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>104</b>	<b>137</b>	<b>165</b>	<b>225</b>	<b>326</b>	<b>404</b>							
净利率	12.6%	12.8%	12.0%	12.5%	12.3%	12.3%							
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>比率分析</b>						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>66</b>	<b>147</b>	<b>191</b>	<b>350</b>	<b>267</b>	<b>401</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-48	-92	-161	-430	-149	0	每股收益	1.039	0.640	0.482	0.645	0.935	1.161
投资	0	-24	-523	-1	0	0	每股净资产	3.974	6.986	4.755	7.607	8.475	9.553
其他	0	0	6	0	0	0	每股经营现金净流	0.662	0.688	0.583	0.933	0.711	1.068
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-48</b>	<b>-117</b>	<b>-678</b>	<b>-431</b>	<b>-149</b>	<b>0</b>	每股股利	0.000	0.000	0.430	0.000	0.000	0.000
股权募资	0	1,010	0	1,005	0	0							
债权募资	71	-135	130	-234	0	0							
其他	-56	-49	-53	-19	-1	-1							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>15</b>	<b>826</b>	<b>77</b>	<b>752</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>							
现金净流量	33	856	-409	671	116	399							

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	7
增持	1	1	1	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD