

## 上海绿新 (002565.SZ) 造纸行业

评级：买入 维持评级

公司点评

周文波

分析师 SAC 执业编号：S1130513060001  
 (8621)60230237  
 zhouwb@gjzq.com.cn

### 外延并购再下一城

#### 事件

上海绿新公告：拟向不超过 10 名特定对象发行股票，数量不超过 9840.5 万股，价格不低于 7.46 元/股；募集资金不超过 7.34 亿元，用于收购云南中云投资所拥有的云南玉溪印刷 60% 股份、曲靖福牌彩印 56% 股份、大理美登印务 26% 股份，以及完成对福建泰兴 15% 股份少数股份收购（收购后完成控股）。

#### 评论

**收购静态 PE 11-14.2 倍，标的盈利有挖潜空间：**公司此次收购云南玉溪印刷、曲靖福牌彩印、大理美登印务、福建泰兴等标的，可增加公司净利润 4278 万元，对应 13 年净利基数增厚幅度约 18.7%。收购静态 PE 分别为 12.7 倍、14.2 倍、11.3 倍、11.1 倍，单纯从估值看不算便宜，但考虑到收购对象业务与公司具有互补性，通过内部采购，可增加公司真空镀铝纸销售；同时通过管理效率的提升，部分标的盈利空间仍有潜力可挖，因此综合来看，仍属不错的收购。但烟草消费总量已近顶峰的背景下，部分行业内公司出现订单不足的状况，我们认为后续仍需跟踪收购标的订单情况。

**涉足烟标领域，拓展新空间：**公司主营真空镀铝纸，属于烟标行业上游，市场容量约 50-60 万吨，公司市场份额近 20%，受行业影响近两年公司主营增长已现疲软。此次收购所涉及的三家云南公司主要从事烟标印刷，由于烟标市场规模更大（约 350 亿），公司有望打开新一片天地，也有利于公司产业链延伸，在市场、技术、设计、生产规模等方面发挥协同效应。玉溪印刷、福牌彩印、美登印务三家标的客户为云南中烟，服务品牌包括玉溪、红塔山、红梅、红河、云烟等，云南中烟是国内最大卷烟省份，年产近 800 万大箱卷烟，此次收购不仅对公司现有主营的发展，对未来公司电子烟业务的拓展也具有重大意义。

**主营增长稳健，电子烟提供弹性：**依靠内生&外延，公司传统主营业务依然可保持 20%-30% 或以上增长，而且烟草行业盈利能力好，公司资金实力强且拥有非常好的现金流，后续在外延并购方面仍可能有新的动作。目前国内烟草行业集中度仍非常低，无论是“三产”退出，还是招投标政策带来的行业压力导致小企业退出，行业可收购标的较多，外延扩张仍将成为公司实现业绩增长的重要方式之一。我们认为从传统业务看，目前估值具有一定吸引力。但对于公司来说，仍需重点关注电子烟业务进展，虽然 14 年以来受政策等负面因素影响，电子烟板块调整幅度较大，但电子烟的逻辑并没有构成实质性冲击，对于近期的因素扰动，我们认为不改变大方向，建议逐步增持。

#### 盈利预测及投资建议

我们暂维持公司 13-15 年盈利预测（待具体执行，再调整业绩），预计 13-15 年公司营业收入 25.3 亿元、31.5 亿元、38 亿元，归属于母公司的净利润 3.2 亿元、4.03 亿元、4.8 亿元，分别增长 39.4%、26.1%、19.1%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.46 元、0.58 元、0.69 元。

公司涉足烟标领域有望打开新的成长空间，未来有望通过内生及外延方式保持快速增长，同时电子烟将提供向上的弹性，维持买入评级。

**图表1：收购标的基本情况**

	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率%	拟收购股份	对应净利润 (万元)	要价 (万元)	PE
玉溪印刷	9429	2109	22.4%	60.0%	1265.4	16100	12.7
曲靖福牌彩印	6287	992	15.8%	56.0%	555.5	7900	14.2
大理美登	18249	4239	23.2%	26.0%	1102.1	12410	11.3
福建泰兴	56828	9035	15.9%	15.0%	1355.3	15000	11.1
合计					4278.3	51410	12.0

来源：公司公告、国金证券研究所

www.jztzw.net  
 中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
 www.jztzw.net

**图表2：三张报表摘要**

**损益表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,072	1,371	1,862	2,530	3,150	3,800
增长率		27.9%	35.8%	35.9%	24.5%	20.6%
主营业务成本	-835	-1,029	-1,366	-1,858	-2,312	-2,790
%销售收入	77.9%	75.0%	73.3%	73.5%	73.4%	73.4%
毛利	237	342	496	672	838	1,010
%销售收入	22.1%	25.0%	26.7%	26.5%	26.6%	26.6%
营业税金及附加	-2	-5	-11	-10	-13	-15
%销售收入	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-30	-58	-81	-114	-142	-171
%销售收入	2.8%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-63	-99	-137	-175	-221	-266
%销售收入	5.9%	7.2%	7.4%	6.9%	7.0%	7.0%
息税前利润（EBIT）	143	181	267	373	463	558
%销售收入	13.3%	13.2%	14.3%	14.7%	14.7%	14.7%
财务费用	9	9	-4	18	46	54
%销售收入	-0.8%	-0.6%	0.2%	-0.7%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-1	-4	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	2	1	0	0	0
%税前利润	3.1%	1.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	155	188	256	391	509	612
营业利润率	14.5%	13.7%	13.8%	15.5%	16.2%	16.1%
营业外收支	14	21	46	0	0	0
税前利润	169	209	302	391	509	612
利润率	15.8%	15.2%	16.2%	15.5%	16.2%	16.1%
所得税	-27	-35	-49	-59	-76	-92
所得税率	16.2%	16.8%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	142	174	253	333	433	520
少数股东损益	5	9	24	13	30	40
归属于母公司的净利润	137	165	229	320	403	480
净利率	12.8%	12.0%	12.3%	12.6%	12.8%	12.6%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	142	174	253	333	433	520
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	38	82	68	77	89
非经营收益	-3	5	13	7	0	0
营运资金变动	-10	-26	-161	74	-102	-107
经营活动现金净流	147	191	187	482	408	502
资本开支	-92	-161	-109	319	-149	0
投资	-24	-523	-74	-1	0	0
其他	0	6	1	0	0	0
投资活动现金净流	-117	-678	-181	318	-149	0
股权募资	1,010	0	86	1,005	0	0
债权募资	-135	130	-14	-366	0	0
其他	-49	-53	-87	-15	0	0
筹资活动现金净流	826	77	-14	624	0	0
现金净流量	856	-409	-8	1,423	259	502

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,014	652	687	2,111	2,369	2,872
应收款项	224	380	577	566	705	850
存货	318	469	501	560	697	841
其他流动资产	94	42	76	151	187	225
流动资产	1,649	1,543	1,842	3,387	3,958	4,788
%总资产	88.5%	61.8%	59.3%	79.5%	80.7%	84.8%
长期投资	22	24	31	32	31	31
固定资产	143	417	674	669	744	657
%总资产	7.7%	16.7%	21.7%	15.7%	15.2%	11.6%
无形资产	47	512	555	172	170	168
非流动资产	214	955	1,264	874	947	858
%总资产	11.5%	38.2%	40.7%	20.5%	19.3%	15.2%
资产总计	1,863	2,498	3,106	4,262	4,905	5,646
短期借款	10	230	350	0	0	0
应付款项	323	490	583	815	1,014	1,224
其他流动负债	13	45	86	44	55	66
流动负债	346	764	1,019	859	1,069	1,289
长期贷款	0	18	0	0	0	0
其他长期负债	7	13	23	0	0	0
负债	353	795	1,042	859	1,069	1,289
普通股股东权益	1,492	1,625	1,861	3,186	3,589	4,069
少数股东权益	17	78	204	217	247	287
负债股东权益合计	1,863	2,498	3,106	4,262	4,905	5,646

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.640	0.482	0.658	0.459	0.578	0.689
每股净资产	6.986	4.755	5.341	8.343	9.399	10.656
每股经营现金净流	0.688	0.583	0.534	1.262	1.068	1.315
每股股利	0.430	0.100	0.130	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.16%	10.15%	12.32%	10.03%	11.23%	11.80%
总资产收益率	7.34%	6.60%	7.38%	7.50%	8.22%	8.50%
投入资本收益率	7.87%	7.67%	9.23%	9.32%	10.26%	10.88%
增长率						
主营业务收入增长率	30.17%	27.88%	35.77%	35.88%	24.51%	20.63%
EBIT增长率	9.34%	26.49%	47.79%	39.86%	24.08%	20.44%
净利润增长率	31.58%	20.55%	39.08%	39.38%	26.11%	19.14%
总资产增长率	120.50%	34.11%	24.36%	37.19%	15.08%	15.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.5	74.3	90.9	74.0	74.0	74.0
存货周转天数	115.0	139.4	129.6	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	72.3	70.3	67.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	35.5	81.3	103.1	73.5	61.9	52.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.52%	-23.74%	-16.34%	-62.02%	-61.77%	-65.92%
EBIT利息保障倍数	-16.7	-20.4	64.7	-20.6	-10.0	-10.3
资产负债率	18.97%	31.83%	33.53%	20.15%	21.79%	22.84%

### 历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-05	买入	22.77	28.20 ~ 28.20

来源：国金证券研究所



[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

### 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**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方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信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	北京	深圳
电话：(8621)-61038271	电话：010-6621 6979	电话：0755-83831378
传真：(8621)-61038200	传真：010-6621 6793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net