

## 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

### 收购意在长远，布局新兴领域

#### 事件

上海绿新公告：公司与上海电气集团印刷包装机械有限公司签订了《资产挂牌竞买之备忘录》，受让其持有的上海申威达机械有限公司 100% 的产权、上海紫光机械有限公司 100% 的产权。

#### 评论

**收购标的主营印刷设备，盈利相对一般：**公司拟购买的标的长期致力于普通和智能印刷机械制造及后续相关服务的技术研发和生产，主要生产包装机械、装订机械、特种印刷机械及后续印刷辅机等产品，形成了自主研发、生产和销售一体的经营能力。其中上海申威达机械主营三大类产品：切纸机械、塑料机械和包装机械。切纸机械素有“中华第一刀”的美誉，在海内外市场具有极高的知名度；紫光公司主营印后装订机械、特种印机产品(柔印和票据)、印后辅机、精工机械电器厂，整体实力和市场知名度在国内同行中居于领先。但受印刷行业大环境影响，两家企业的成长性及业绩相对一般。

**收购意在长远，布局新兴领域：**公司本次购买资产意在进军云印刷、电子烟自动化设备以及智能机器人领域，有助于实现企业多元化经营战略思路，将进一步提升企业综合盈利能力，实现与公司现有主营业务在市场、技术、设计、生产规模方面协同发展。其中云印刷作为新型商业模式，通过业务流程优化大幅降低成本，同时效率提升，拥有较好的商业前景。而电子烟近几年高速增长，因具有更健康、更环保的优势，潜在空间巨大。但电子烟一直没有解决机械化生产问题，电子烟自动化设备具有较好的市场前景。

**传统业务提供业绩支撑，新业务提供弹性，建议买入：**依靠收购并表拉动，公司今年传统主营业务预计 30% 以上增长，而且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。在新业务方面，电子烟正积极布局海内外终端市场，并设立烟油类公司，继续完善产业链。而此次通过收购方式进军云印刷、电子烟自动化设备、机器人设备领域同样具有较好的想象空间，可提高估值，建议买入。

#### 盈利预测及投资建议

我们维持公司 14-16 年盈利预测，预计 14-16 年公司营业收入 25.6 亿元、32.3 亿元、38.68 亿元；归属于母公司的净利润 3.07 亿元、3.96 亿元、4.71 亿元，分别增长 33.8%、29%、19%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.44 元、0.57 元、0.68 元，建议买入。

图表1: 三张表摘要

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	2,560	3,228	3,868
增长率		27.9%	35.8%	37.5%	26.1%	19.8%
主营业务成本	-835	-1,029	-1,366	-1,874	-2,360	-2,826
%销售收入	77.9%	75.0%	73.3%	73.2%	73.1%	73.1%
毛利	237	342	496	686	868	1,042
%销售收入	22.1%	25.0%	26.7%	26.8%	26.9%	26.9%
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	-115	-145	-174
%销售收入	2.8%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-63	-99	-137	-177	-226	-271
%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	384	484	582
%销售收入	13.3%	13.2%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
财务费用	9	9	-4	18	47	55
%销售收入	-0.8%	-0.6%	0.2%	-0.7%	-1.4%	-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	402	530	636
营业利润率	14.5%	13.7%	13.8%	15.7%	16.4%	16.5%
营业外收支	14	21	46	0	0	0
税前利润	169	209	302	402	530	636
利润率	15.8%	15.2%	16.2%	15.7%	16.4%	16.5%
所得税	-27	-35	-49	-60	-80	-95
所得税率	16.2%	16.8%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	142	174	253	342	451	541
少数股东损益	5	9	24	35	55	70
归属于母公司的净利润	137	165	229	307	396	471
净利率	12.8%	12.0%	12.3%	12.0%	12.3%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	142	174	253	342	451	541
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	69	-110	-105
经营活动现金净流	147	191	187	486	417	524
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	1,427	268	524

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	2,115	2,383	2,907
应收款项	224	380	577	573	722	865
存货	318	469	501	565	711	852
其他流动资产	94	42	76	152	191	228
流动资产	1,649	1,543	1,842	3,404	4,007	4,852
%总资产	88.5%	61.8%	59.3%	79.6%	80.9%	85.0%
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%	15.6%	15.0%	11.5%
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%	20.4%	19.1%	15.0%
资产总计	1,863	2,498	3,106	4,278	4,954	5,710
短期借款	10	230	350	0	0	0
应付款项	323	490	583	822	1,035	1,239
其他流动负债	13	45	86	44	56	67
流动负债	346	764	1,019	866	1,091	1,306
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	866	1,091	1,306
普通股股东权益	1,492	1,625	1,861	3,173	3,569	4,040
少数股东权益	17	78	204	239	294	364
负债股东权益合计	1,863	2,498	3,106	4,278	4,954	5,710

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.640	0.482	0.658	0.440	0.568	0.676
每股净资产	6.986	4.755	5.341	8.310	9.346	10.579
每股经营现金净流	0.688	0.583	0.534	1.272	1.093	1.373
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%	9.67%	11.09%	11.66%
总资产收益率	7.34%	6.60%	7.38%	7.17%	7.99%	8.25%
投入资本收益率	7.87%	7.67%	9.23%	9.56%	10.64%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	30.17%	27.88%	35.77%	37.49%	26.09%	19.82%
EBIT增长率	9.34%	26.49%	47.79%	43.90%	25.96%	20.27%
净利润增长率	31.58%	20.55%	39.08%	33.80%	28.97%	19.04%
总资产增长率	120.50%	34.11%	24.36%	37.73%	15.79%	15.26%
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	72.7	60.4	51.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.52%	-23.74%	-16.34%	-61.97%	-61.69%	-66.02%
EBIT利息保障倍数	-16.7	-20.4	64.7	-21.2	-10.4	-10.6
资产负债率	18.97%	31.83%	33.53%	20.25%	22.02%	22.88%

**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
2	2014-07-07	买入	8.48	N/A

来源：国金证券研究所


**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