

上海绿新 (002565.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

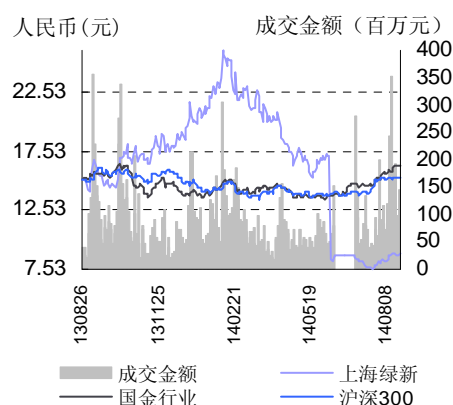
市价 (人民币): 8.94 元

业绩符合预期, 积极布局电子烟全产业链

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)	366.08
总市值(百万元)	6,228.86
年内股价最高最低(元)	26.16/7.53
沪深 300 指数	2365.36
中小板综指	7211.82



相关报告

1. 《收购意在长远, 布局新兴领域》, 2014.8.14
2. 《外延并购再下一城》, 2014.7.7
3. 《电子烟先行者》, 2014.3.5

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

公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.482	0.658	0.440	0.568	0.676
每股净资产(元)	4.75	5.34	8.31	9.35	10.58
每股经营性现金流(元)	0.58	0.53	1.27	1.09	1.37
市盈率(倍)	16.59	30.48	19.62	15.22	12.78
行业优化市盈率(倍)	33.48	42.48	43.78	43.78	43.78
净利润增长率(%)	20.55%	39.08%	33.80%	28.97%	19.04%
净资产收益率(%)	10.15%	12.32%	9.67%	11.09%	11.66%
总股本(百万股)	341.76	348.37	696.74	696.74	696.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上海绿新公布中报: 营业收入 1132.26 百万元, 增长 43.6%; 归属上市公司股东净利润 113 百万元, 增长 22%, 扣非后增长 31.6%, EPS 0.17 元, 公司预计前三季度增长 10%-30%。

经营分析

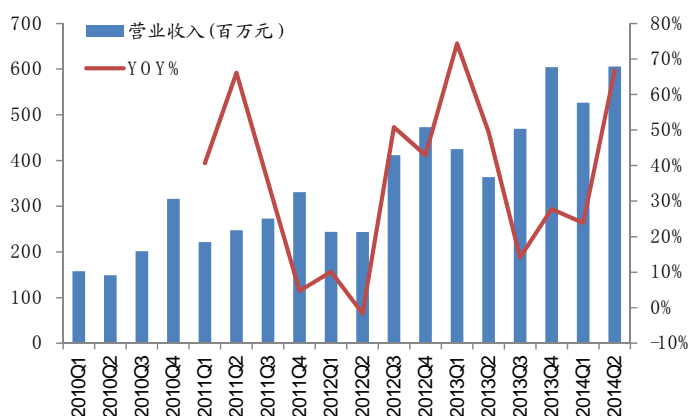
- 并表因素致业绩快速增长: 公司上半年营业收入、净利润分别增长 43.6%、22%, 其中二季度收入 605.9 百万元, 增长 66.8%; 净利润 60.3 百万元, 增长 49.7%, 业绩符合预期。上半年业绩高增长主要因并表因素, 公司 13 年 6 月、10 月分别收购浙江德美、金升彩, 两家公司贡献收入 1.64 亿元、1.11 亿元, 净利润 778 万元、1774 万元, 若剔除两家标的并表因素, 公司上半年收入增长 8.7%, 净利润下滑 5.5%。
- 电子烟贡献低于预期: 从具体业务看, 主营产品真空镀铝纸收入 662.19 百万元, 增长 25%; 复膜纸、白卡纸、丙纤丝束销售分别增长 5.2%、-70%、-49%。而市场较为关注的电子烟业务要低于预期, 销售收入 1327 万元, 毛利率 12.4%, 其原因我们判断一方面受海外订单下滑&市场竞争加剧影响; 另一方面合资公司仍处于磨合期, 同时新工厂投产后, 摊薄较大, 预计下半年将有所好转。
- 低毛利产品比重上升, 毛利率略有下滑: 上半年公司毛利率 26.1%, 下滑 0.7 个百分点, 主要是由于低毛利社会印刷品占比上升 (毛利率 14.8%)。同期主营产品真空镀铝纸毛利率上升 1.6 个百分点, 至 30.5%。同时因所得税率上升, 上半年公司净利率 10.9%, 下滑 1.7 个百分点, 这也导致净利润增速要
- 公司积极布局电子烟全产业链: 报告期内公司先后设立香精香料与电子烟烟油公司, 研发针对中国烟民的烟油产品; 同时与经销商冻骐健康、深圳市怡荷洋行贸易合作, 开展大陆、台湾市场电子烟的推广和销售; 并在美国设立电子烟公司, 加快国外市场的布局, 紧抓欧美市场快速发展的机遇, 加快推进市场开拓, 提高公司市场占有率。此外公司近期公告收购上海电气集团印刷包装机械子公司, 研发电子烟自动化生产设备。公司电子烟产业链布局完整, 将受益于国内外电子烟市场的快速发展。

- **传统并购，多元化发展，公司动力足：**公司前期公告拟增发收购云南玉溪印刷 60%股份、曲靖福牌彩印 56%股份、大理美登印务 26%股份，以及福建泰兴 15%股份剩余股份收购，加大传统行业整合。此外还通过收购方式进军云印刷、电子烟自动化设备以及智能机器人领域，实现企业多元化经营战略思路。

盈利预测及投资建议

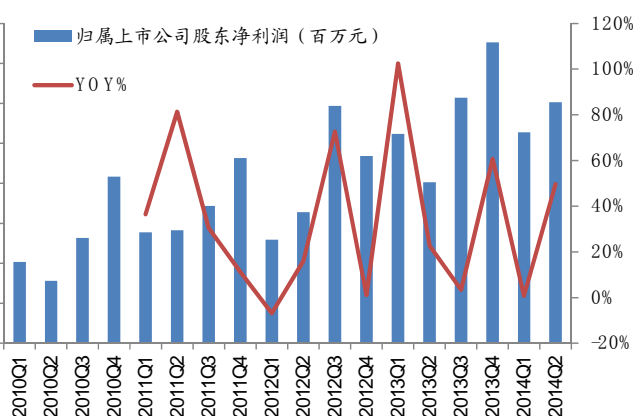
我们维持公司 14-16 年盈利预测，预计 14-16 年公司营业收入 25.6 亿元、32.3 亿元、38.68 亿元；归属于母公司的净利润 3.07 亿元、3.96 亿元、4.71 亿元，分别增长 33.8%、29%、19%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.44 元、0.57 元、0.68 元，建议买入。

图表1：公司营业收入（百万元）

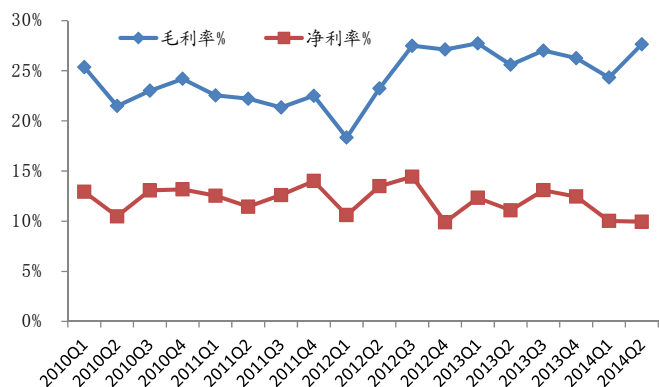


来源：国金证券研究所

图表2：公司净利润（百万元）

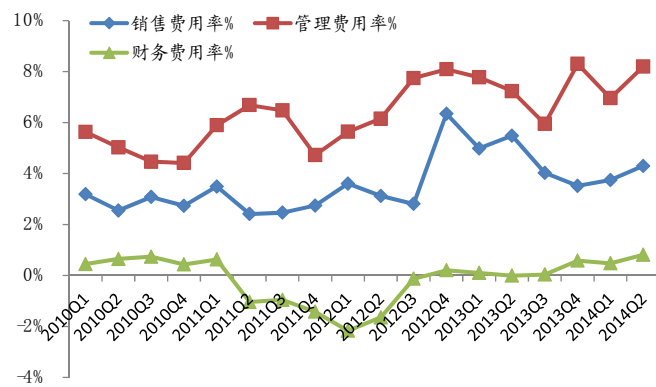


图表3：公司毛利率/净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：公司期间费用率



图表5：三张报表摘要

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	2,560	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%

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	5	9	9	14
增持	0	3	10	10	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.46	1.49	1.51

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

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
3 2014-08-14	买入	8.89	N/A

来源：国金证券研究所


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

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