

# 上海绿新 (002565)

## 携手中烟新商盟成立合资公司，电商布局逐步落地

投资评级：买入（首次）

2016年3月30日

### 盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,945	1,846	2,352	2,446
同比（%）	4.5%	-5.1%	27.5%	4.0%
净利润（百万元）	-51	150	249	293
同比（%）	-122.3%	-393.8%	66.3%	17.4%
毛利率（%）	27.8%	27.7%	27.8%	28.0%
ROE（%）	-3.1%	8.5%	10.0%	10.6%
每股收益（元）	-0.07	0.22	0.33	0.39
P/E	(108.22)	36.85	24.16	20.57
P/B	3.36	3.12	2.20	2.00

**事件：**公司控股子公司浙江三域网络科技有限公司拟与中烟新商盟电子商务有限公司共同投资设立“宁波新商域电子商务有限公司”，拟注册资本1亿，浙江三域网络持股49%，中烟新商盟持股51%。

### 点评：

■ **中烟门店多，流量大，非烟消费线上转化价值高；公司借助中烟布局线上先发优势明显：**1) 烟草门店每年有巨大的流量优势，自上而下的推广将以极低成本带来流量入口。烟草行业的壁垒在于专营，互联网的壁垒在于客户规模和效率，公司最早布局烟草入口，具有先发优势。2) 中烟新商盟由中烟和浙大网新集团合资，为中烟系统500多万门店提供网上烟草订货与销售。我们预计今年中烟直属的线下门店和省级中烟管辖的门店将总计有200-300万家门店接入中烟新商盟的非烟订货商务平台，以单店每天有效获取10人/次计算，日活跃客户2000万，月活跃客户60万人，年累计服务客户超过7200万人，短期虽然无法保证高额盈利，但具有粘性的消费客户具有巨大的商业价值，按照人均年消费烟草和非烟500元计算，净利率1%，合资公司净利润有望超过3.5亿。

■ **公司利益与资本市场高度一致：**公司多名高管不断增持，显示高管对未来发展极具信心。其中公司总裁郭翥先生9月份以来7次增持，增持金额已经超过1亿。郭翥先生的平均增持价格在9.84元，远高于当前股价。此外，公司定增事项获得证监会核准，定增批文有效期为6个月，目前公司股价与定增价倒挂，公司利益与资本市场一致。

■ **盈利预测与投资建议：**2015年公司传统业务正常发展，烟标定增增长良好，业绩逐步恢复。同时公司不断向新材料包装以及电商业务突破。我们预计公司2015-2017年摊薄后EPS分别为0.22/0.33/0.39元，对应2016年PE为24X。绿新从传统制造业向实体门店大数据运营商转换，有利于提升估值，买入评级。

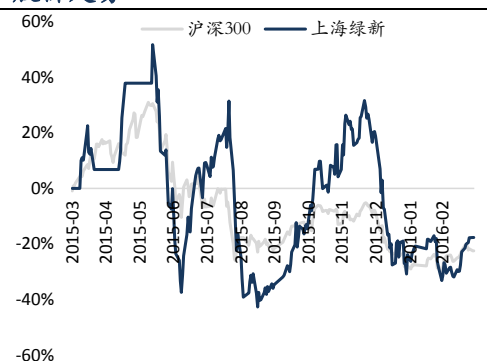
■ **风险提示：**电商业务进展不及预期；烟草行业增速进一步下滑。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	7.93
一年最高价/最低价	5.64/15.5
市净率	3.01
流通A股市值（亿）	53.34

### 基础数据

每股净资产（元）	2.48
资产负债率	43.46
总股本（百万股）	696.68
流通A股（百万股）	687.34

表 1：未来三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1445.2</b>	<b>1300.0</b>	<b>1807.0</b>	<b>2032.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>1945.3</b>	<b>1845.5</b>	<b>2352.3</b>	<b>2446.3</b>
现金	334.6	250.0	469.2	642.5	营业成本	1405.0	1333.7	1698.3	1761.4
应收款项	655.0	556.2	708.9	737.3	营业税金及附加	10.1	9.6	12.2	12.7
存货	435.7	438.5	558.4	579.1	营业费用	86.9	88.7	103.5	107.6
其他	19.9	55.4	70.6	73.4	管理费用	158.4	167.8	199.9	193.3
<b>非流动资产</b>	<b>1837.5</b>	<b>2175.1</b>	<b>2236.3</b>	<b>2300.2</b>	财务费用	16.1	27.4	22.8	12.7
长期股权投资	218.8	218.8	218.8	218.8	投资净收益	-38.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	714.1	1060.0	1129.5	1201.7	其他	-114.0	-26.4	-7.8	2.7
无形资产	165.7	157.5	149.2	140.9	<b>营业利润</b>	<b>116.0</b>	<b>191.9</b>	<b>307.7</b>	<b>361.4</b>
其他	738.8	738.8	738.8	738.8	营业外净收支	-153.4	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>3282.7</b>	<b>3475.1</b>	<b>4043.3</b>	<b>4332.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>-37.4</b>	<b>191.9</b>	<b>307.7</b>	<b>361.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>1271.7</b>	<b>1331.3</b>	<b>1158.6</b>	<b>1188.4</b>	所得税费用	10.6	36.5	49.2	57.8
短期借款	482.2	654.3	300.0	300.0	少数股东损益	3.1	5.4	9.0	10.6
应付账款	474.2	438.5	558.4	579.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-51.1</b>	<b>150.0</b>	<b>249.4</b>	<b>293.0</b>
其他	315.3	238.5	300.3	309.3	EBIT	294.9	255.3	350.5	384.1
<b>非流动负债</b>	<b>172.0</b>	<b>172.0</b>	<b>172.0</b>	<b>172.0</b>	EBITDA	358.6	323.7	436.0	482.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	172.0	172.0	172.0	172.0	每股收益(元)	-0.07	0.22	0.33	0.39
<b>负债总计</b>	<b>1443.7</b>	<b>1503.3</b>	<b>1330.6</b>	<b>1360.4</b>	每股净资产(元)	2.36	2.54	3.30	3.63
少数股东权益	196.4	200.2	206.6	214.0	发行在外股份(百万股)	696.7	697.0	760.0	760.0
归属母公司股东权益	1642.6	1771.6	2506.1	2758.0	ROIC(%)	16.3%	8.8%	11.4%	11.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3282.7</b>	<b>3475.1</b>	<b>4043.3</b>	<b>4332.4</b>	ROE(%)	-3.1%	8.5%	10.0%	10.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	毛利率(%)	27.8%	27.7%	27.8%	28.0%
经营活动现金流	226.6	101.9	256.2	387.9	EBIT Margin(%)	15.2%	13.8%	14.9%	15.7%
投资活动现金流	-616.2	-337.6	-167.8	-173.5	销售净利率(%)	-2.6%	8.1%	10.6%	12.0%
筹资活动现金流	100.5	151.1	130.8	-41.0	资产负债率(%)	44.0%	43.3%	32.9%	31.4%
现金净增加额	-289.2	-84.6	219.2	173.4	收入增长率(%)	4.5%	-5.1%	27.5%	4.0%
折旧和摊销	63.7	68.4	85.5	98.7	净利润增长率(%)	-122.3%	-393.8%	66.3%	17.4%
资本开支	-88.9	-337.6	-167.8	-173.5	P/E	(108.22)	36.85	24.16	20.57
营运资本变动	74.4	-156.4	-105.0	-21.2	P/B	3.36	3.12	2.20	2.00
企业自由现金流	342.6	-218.7	107.0	226.6	EV/EBITDA	19.43	21.71	15.72	14.26

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

