



上市公司新股研究报告

证券研究报告
化工—基础化工原料与制品

谨慎申购

股票价格

发行价格	31.20 元
合理价值区间	25.51-30.61 元

发行后股本结构

总股本（万股）	13350.00
流通 A 股（万股）	3350.00

重要日期

网下申购日	2011 年 03 月 09 日
网上申购日	2011 年 03 月 09 日

相关研究

基础化工行业分析师
曹小飞
SAC 执业证书编号:S08500210070006
电话: 021-23219267
Email: caoxf@htsec.com

联系人: 易团辉
电话: 021-23219737
Email: yith@htsec.com

上海绿新（002565）

2011 年 3 月 9 日

国内真空镀铝纸行业龙头

上海绿新是国内真空镀铝纸行业龙头，公司致力于发展绿色环保包装材料，下游客户包括华东、华中等地的主要烟草生产企业。随着国内环保标准的提升，公司将迎来新一轮的发展机遇。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	17.82	17.19	17.54	24.10
净利润增长率（%）	7.03	32.72	22.14	23.10
综合毛利率（%）	23.64	23.50	23.96	24.44
全面摊薄后每股收益（元）	0.77	1.02	1.25	1.53

注：2010-2013 年 EPS 按发行后的总股本计算
资料来源：海通证券研究所

- **国内真空镀铝纸行业龙头。**上海绿新主要从事真空镀铝纸、白卡纸、复膜纸、烟用丙纤丝束等产品的研发、生产和销售，其中 90%以上的产品应用于烟草行业。公司目前拥有真空镀铝纸产能 3 万吨，2009 年全国市场占有率为 8.14%，是该细分领域的龙头。
- **真空镀铝纸是收入的主要来源，烟用丙纤丝束具有高毛利与高成长性。**2010 年公司实现营业收入和归属于母公司股东的净利润分别为 8.24 亿、1.04 亿。真空镀铝纸是收入的主要来源，产品收入占 2010 年营业收入的 55.57%；2009 年收购的烟用丙纤丝束是公司的高毛利和高成长性产品，其毛利率一直在 45%以上。
- **纸包装行业需求增长仍可期待，环保标准提升推动绿色包装市场增长。**公司产品主要应用于烟草、酒类以及化妆品等大众消费品的包装。尽管烟草生产受到较强控制，我国近年来产量依然保持平稳增长，而酒类等产品的市场需求增长依然非常快速。随着我国环保标准的提高，高污染的包装材料将逐渐被市场所淘汰，真空镀铝纸等无毒、无污染、可降解的绿色包装材料未来发展的市场空间广阔。
- **公司核心竞争优势。**上海绿新的核心竞争力主要体现在（1）真空镀铝纸领域的生产技术和研发能力领先；（2）生产基地布局合理，能够有效覆盖华东、华中等主要烟草生产基地；（3）产品的环保和成本节约优势明显。
- **募投项目缓解产能瓶颈，进一步完善生产布局。**公司本次拟向社会公开发行 3350 万普通股，占发行后总股本的 25.09%。此次募集资金主要投向“年产 4 万吨新型生态包装材料”项目，届时公司真空镀铝纸产能将由目前的 3 万吨增加到 7 万吨，从而缓解产能瓶颈并有效覆盖华中和华南两大产量快速增长的卷烟生产基地。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计上海绿新 2011-2013 年 EPS 分别为 1.02 元、1.25 元和 1.53 元。根据对可比上市公司的估值分析并综合考虑公司的竞争优势和业绩成长预期，我们给予公司 2011 年 25-30 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 25.51-30.61 元。公司发行价为 31.20 元，我们建议“谨慎申购”。
- **风险提示。**原材料价格波动风险、下游客户集中以及与烟标市场相关度较高的风险。

表 1 上海绿新预测利润表 (万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	68102.32	69923.98	82385.94	96545.41	113483.68	140828.12
营业收入增长率 (%)	21.45	2.67	17.82	17.19	17.54	24.10
营业成本	54440.29	53433.42	62913.96	73854.12	86297.66	106403.16
营业税金及附加	35.46	51.81	123.01	96.55	113.48	140.83
销售费用	1868.45	2145.02	2366.48	2896.36	3404.51	4224.84
管理费用	2007.42	2697.84	3928.93	4344.54	5106.77	6337.27
财务费用	225.72	230.31	453.71	-1206.82	-1702.26	-1267.45
资产减值损失	18.92	62.49	-24.18	96.55	113.48	140.83
其他经营损益	-190.05	357.33	318.89	337.91	397.19	492.90
营业利润	9316.01	11660.42	12942.92	16802.02	20547.22	25341.55
加: 营业外收入	7.78	156.23	311.93	313.77	351.80	387.28
减: 营业外支出	40.04	71.58	14.80	144.82	170.23	211.24
利润总额	9283.75	11745.07	13240.05	16970.97	20728.80	25517.58
减: 所得税	1203.79	1590.48	2371.27	2545.65	3109.32	3827.64
净利润	8079.96	10154.59	10868.78	14425.33	17619.48	21689.94
少数股东损益	250.45	478.62	475.88	649.14	792.88	976.05
归属于母公司所有的净利润	7829.51	9675.97	10392.90	13776.19	16826.60	20713.90
全面摊薄后基本 EPS (元)	0.58	0.72	0.77	1.02	1.25	1.53

注: 2008-2013 年 EPS 按照发行后的股本计算
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：新民科技、烟台氨纶、海利得、闰土股份、传化股份、浙江龙盛、利尔化学、中泰化学。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。