

上海绿新 (002565.SZ)

行业抗周期，业绩增长稳定

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

20.02-22.75

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740510120017

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@r.qlzq.com.cn

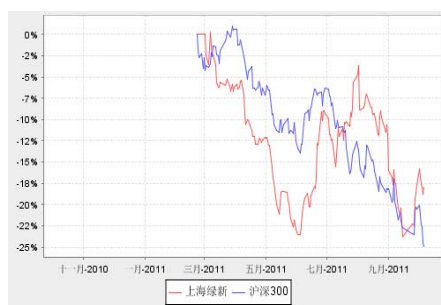
sungd@r.qlzq.com.cn

2011 年 10 月 23 日

基本状况

总股本(百万股)	213.60
流通股本(百万股)	53.60
市价(元)	16.00
市值(百万元)	3417.60
流通市值(百万元)	857.60

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	699.24	823.86	1,138.70	1,401.10	1,663.10
营业收入增速	2.67%	17.82%	38.22%	23.04%	18.70%
净利润增长率	23.58%	7.41%	45.86%	27.47%	20.48%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.04	0.71	0.91	1.09
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	39.27	30.80	25.57
PEG	0.00	0.00	0.86	1.12	1.25
每股净资产(元)	3.43	3.97	7.26	8.16	9.25
每股现金流量	1.28	0.66	0.51	0.84	1.14
净资产收益率	28.17%	26.15%	9.79%	11.09%	11.79%
市净率	0.00	0.00	3.84	3.42	3.01
总股本(百万股)	100.00	100.00	213.50	213.50	213.50

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

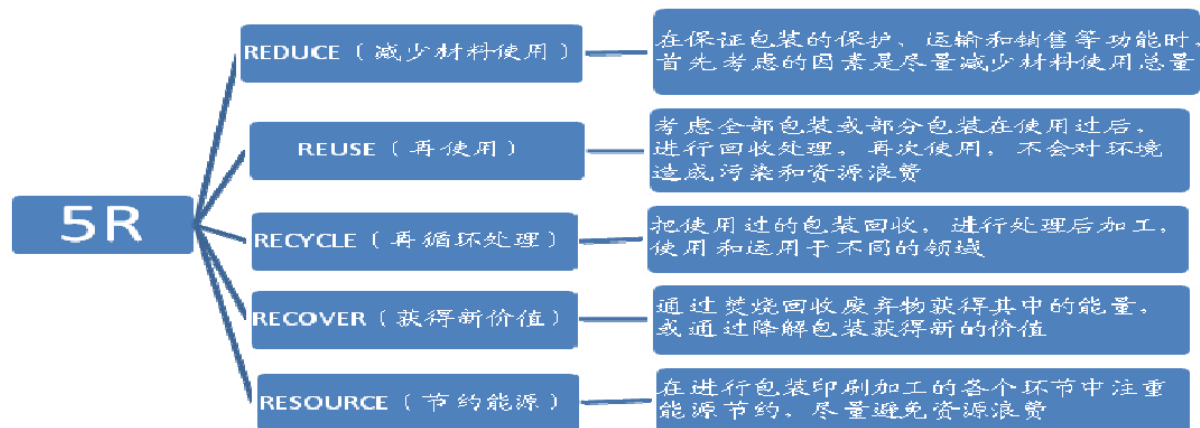
- 公司今日公布三季报，前三季度实现营业收入 7.42 亿元，同比增长 46.02%；归属上市公司股东净利润为 9043 万元，同比 45.15%；EPS 为 0.45 元，业绩符合预期。
- 公司业绩增长的主要原因为订单的增加，使得公司收入和利润同比快速增长。虽然公司利润快速增长，但我们可以看到，由于原材料和人工成本的上涨，使得公司毛利率出现了 1.30 个百分点的下降，因此，公司利润增速略低于收入增速。
- 环保包装材料——“绿色包装”成为后期发展趋势。随着国际贸易规模的不断扩大，人们对商品包装给生态环境造成的严重影响的认识越来越深入，绿色包装由此兴起。公司主营产品真空镀铝纸，是环保需求催生的产品类别，并由国家烟草专卖局推荐在行业内开始广泛使用。
- 公司后期增长动力之一：烟草行业结构调整，主要客户扩张。卷烟行业整体增速较慢，但产业集中化造成中高端卷烟产销规模增速高于行业，前三类卷烟产量 02-10 年年均增速 17% 左右，进而使得前三类烟草的烟标年均增速达到了 17% 左右。公司主要客户后期的发展重心均放在了高端产品的规模扩大上，经我们测算，仅其高端产品的规模扩大就可完全消化公司现有的产能扩张。
- 公司后期增长动力之二：应用新领域的拓展。公司产品烟标外市场主要集中在酒标以及高档日用品等，目前虽然规模较小，但随着镭射外观、防伪功能的需求不断扩大，其市场规模在后期有望快速扩展。
- 公司增长动力之三：外延式扩张（并购）。并购式外延扩张一直都是公司快速壮大发展的重要组成部分。公司发展史上曾有过多次成功的兼并收购，公司还拥有 2 亿元左右的超募资金可利用进行并购等外延式扩张。

- 我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 0.71、0.91 和 1.09 元，对应的动态市盈率分别为 22.56 倍、17.60 倍和 14.70 倍。我们给予公司 2012 年 22 - 25 倍 PE 的估值水平，目标价格为 20.02 - 22.75 元，给予“买入”的投资评级。

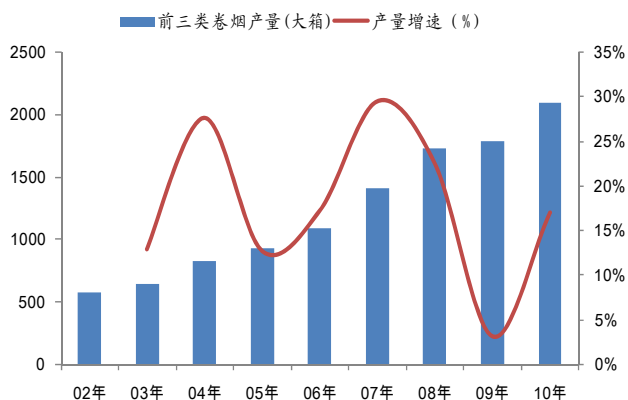
图表 1：三代金属化包装纸特点

产品	特点
铝箔复合纸（第一代）	源于 90 年代初期，6 微米的铝箔与纸贴合，缺点是铝层和纸不能分离，不能回收造纸，铝层厚难降解
复膜纸（第二代）	PET/OPP 膜经喷铝后与纸贴合，源于 90 年代中期，缺点是 PET/OPP 膜不能和纸分离，既不能回收造纸也不能入土降解
真空镀铝纸（第三代）	源于 90 年代末期，真空镀铝纸铝层只有铝箔（6 微米）的 300 分之一，可以节省铝资源，同时可回收造纸、易氧化和入土降解。生产过程中使用的 PET/OPP 膜也可以多次反复使用

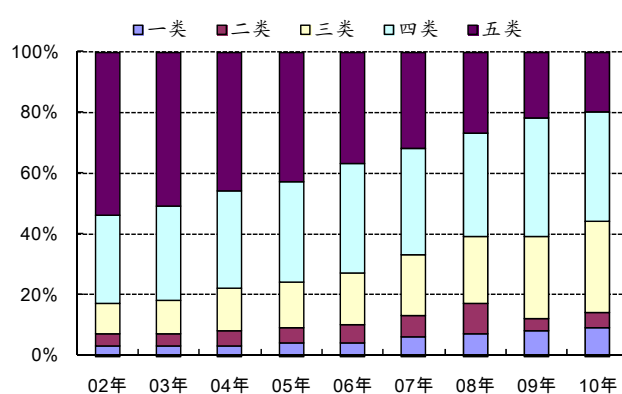
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司产品的“5R”标准


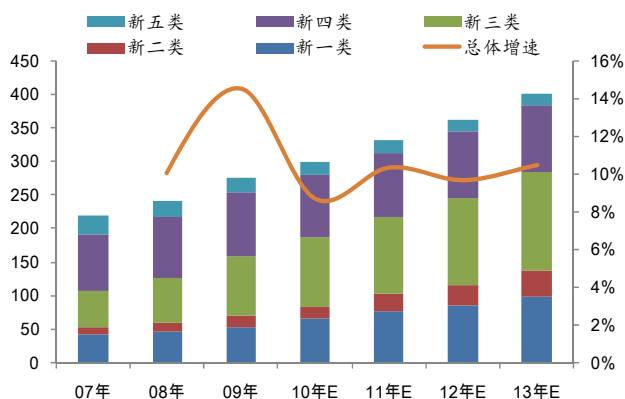
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：我国前三类卷烟历年产量及增速


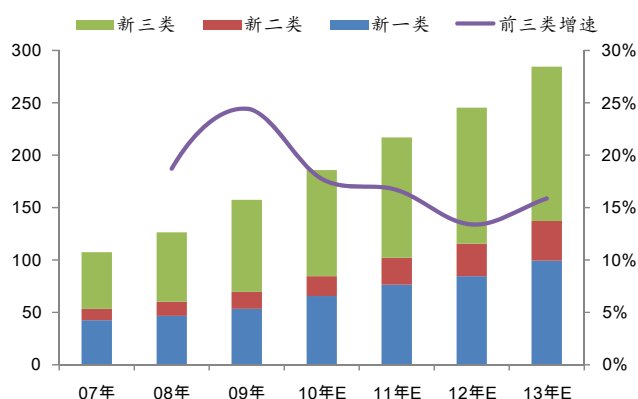
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：我国各类卷烟比重历年变化


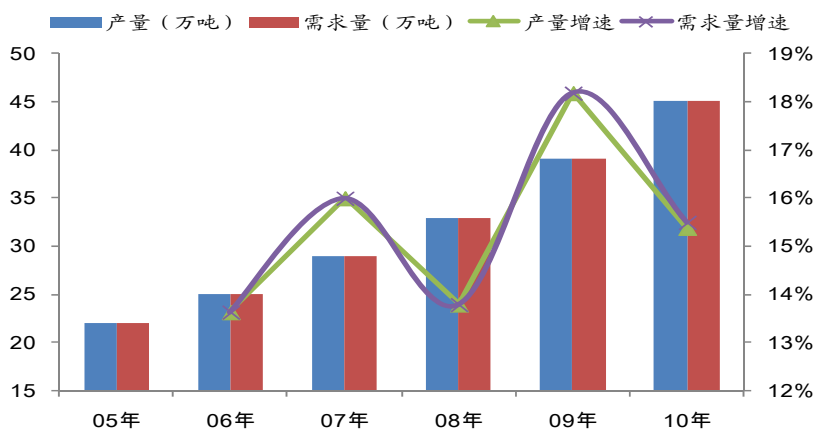
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：前五类烟标市场增长情况（单位：亿元）


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：前三类烟标市场增长较快（单位：亿元）


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：我国镀铝纸产销量情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：公司发展并购历程

时间	并购业务	主要业务	扩张用意	10年净利润（万元）	持股比例
2007.6	收购深圳森源	金银卡纸、铝箔复合纸的生产 和销售	与公司主营业务高度相关，扩 大生产规模和销售半径	276	85%
2008.4	收购深圳雅泰	复合卡纸、水松纸的生产 和销 售	与公司主营业务高度相关，扩 大生产规模和销售半径	275	80%
2008.4	联营云南德新	镭射转移纸、喷铝金银卡纸的 生产和销售	建立在云南的生产基地	700	45%
2008.8	设立荆州新马	纸制品加工、销售	建立在湖北的生产基地	1195	80%
2009.8	收购蚌埠金叶	生产和销售烟用丙纤丝束产品	行业相同，有利于开拓新业绩 增长点	1405	90%
2011.8	收购优思吉德	环保包装材料	拥有其相关物业，快速扩大产 能	-129.75	50%

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：业绩预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	824	1,139	1,401	1,663	货币资金	209	1,150	1,300	2,022
增长率	17.8%	38.2%	23.0%	18.7%	应收款项	203	210	280	331
营业成本	-629	-862	-1,054	-1,249	存货	209	210	266	319
% 销售收入	76.4%	75.7%	75.3%	75.1%	其他流动资产	50	69	84	100
毛利	195	276	347	414	流动资产	671	1,638	1,930	2,772
% 销售收入	23.6%	24.3%	24.7%	24.9%	% 总资产	79.4%	89.2%	90.0%	92.7%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	长期投资	23	23	23	23
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	102	117	121	110
营业费用	-24	-32	-40	-48	% 总资产	12.1%	6.3%	5.6%	3.7%
% 销售收入	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	无形资产	49	59	70	85
管理费用	-39	-71	-87	-103	非流动资产	174	199	214	218
% 销售收入	4.8%	6.2%	6.2%	6.2%	% 总资产	20.6%	10.8%	10.0%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	131	173	218	262	资产总计	845	1,837	2,144	2,990
% 销售收入	15.8%	15.2%	15.6%	15.7%	短期借款	135	0	0	0
财务费用	-5	7	20	27	应付款项	284	248	346	444
% 销售收入	0.6%	-0.7%	-1.4%	-1.6%	其他流动负债	11	18	24	27
资产减值损失	0	0	0	0	流动负债	430	265	370	471
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	500
投资收益	3	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0
% 税前利润	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	430	265	370	971
营业利润	129	181	238	288	普通股股东权益	397	1,549	1,742	1,975
营业利润率	15.7%	15.9%	17.0%	17.3%	少数股东权益	17	23	32	44
营业外收支	3	7	3	3	负债股东权益合计	845	1,837	2,144	2,990
税前利润	132	188	241	291	比率分析				
利润率	16.1%	16.5%	17.2%	17.5%		2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-24	-30	-39	-47	每股指标				
所得税率	17.9%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益 (元)	1.039	0.710	0.905	1.090
净利润	109	158	203	245	每股净资产 (元)	3.974	7.255	8.160	9.251
少数股东损益	5	6	9	12	每股经营现金流 (元)	0.662	0.510	0.843	1.139
归属于母公司的净利润	104	152	193	233	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.6%	13.3%	13.8%	14.0%	回报率				
现金流量表 (人民币百万元)					净资产收益率	26.15%	9.79%	11.09%	11.79%
	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	12.30%	8.25%	9.01%	7.79%
净利润	109	158	203	245	投入资本收益率	33.69%	36.41%	40.62%	46.36%
少数股东损益	0	6	9	12	增长率				
非现金支出	15	11	17	20	营业总收入增长率	17.82%	38.22%	23.04%	18.70%
非经营收益	2	-4	-3	-3	EBIT 增长率	12.57%	32.69%	26.15%	19.71%
营运资金变动	-59	-56	-37	-18	净利润增长率	7.41%	45.86%	27.47%	20.48%
经营活动现金净流	66	115	189	255	总资产增长率	39.03%	117.52%	16.70%	39.45%
资本开支	48	29	30	21	资产管理能力				
投资	0	0	0	0	应收账款周转天数	79.9	60.0	65.0	65.0
其他	0	0	0	0	存货周转天数	98.7	88.9	92.1	93.2
投资活动现金净流	-48	-29	-30	-21	应付账款周转天数	91.8	72.7	81.8	84.3
股权募资	0	1,000	0	0	固定资产周转天数	41.7	30.2	26.9	24.1
债权募资	71	-135	0	500	偿债能力				
其他	-56	-3	0	0	净负债/股东权益	-17.77%	-73.14%	-73.26%	-75.41%
筹资活动现金净流	15	862	0	500	EBIT 利息保障倍数	28.8	-23.3	-11.1	-9.8
现金净流量	33	947	160	734	资产负债率	50.95%	14.45%	17.24%	32.48%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308