

2014年07月31日

上海绿新 (002565)

——与日烟签订协议点评：海外业务顺利拓展，竞争实力得到体现

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2014年07月30日	
收盘价(元)	7.93
一年内最高/最低(元)	26.97/7.5
上证指数/深证成指	2181/7853
市净率	1.4
息率(分红/股价)	1.64
流通A股市值(百万元)	2903

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年03月31日	
每股净资产(元)	5.49
资产负债率%	35.78
总股本/流通A股(百万)	697/366
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海绿新(002565)——美国设立子公司，加快产业链布局》
2014/07/21

《上海绿新(002565)签署代销协议点评——签订大陆和台湾代销合同，电子烟社会零售渠道销售获得重大突破!》 2014/07/18

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2012	1,371	28	165	21	0.24	25.0	10.2	33
2013	1,862	36	229	39	0.33	26.7	12.3	24
14Q1	526	24	53	1	0.08	24.3	2.8	--
2014E	2,943	58	320	40	0.46	26.2	14.7	17
2015E	3,564	21	416	30	0.60	26.5	16.0	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **事件：**上海绿新与日本烟草国际签订供货协议。日本烟草国际(JTI)(属于日本烟草旗下)是世界第四大烟草公司，主要品牌包括美国地区以外的骆驼牌香烟、云丝顿香烟，日本地区以外的 MEVIUS 香烟(原七星)等。日本烟草国际占日本烟草集团烟草总销量的 79%。
- **进入日烟国际供应链体系，体现产品竞争力，有利于未来拓展更多海外市场。**日烟国际对于包装材料的安全性和品质要求极为苛刻，公司经历数轮测试打样后，此番进入日烟供应链体系，体现了本身的产品与服务竞争力，为未来进一步开拓海外市场提供品质背书。
- **传统业务：国内销量放缓，依托海外市场拓展+外延扩张并购，实现稳健增长。**受国内控烟及限制三公消费影响，国内烟草销量增速有所放缓(14年1-5月国内烟草产量为2187.9万箱，同比下滑0.3%)。在此背景下，公司大力拓展海外市场(13年公司出口额为2085万美元)，除已经供货的英美烟草、印度尼西亚第三大烟草公司-嘉润(PT Djarum)和澳大利亚 Amcor 之外，此次顺利进入日烟供应链体系，拓展又一重要国际市场客户；预计14年出口额同比增长50%以上。上市以来，公司也通过持续的外延并购快速提升市场份额；包括优思吉德、江阴特锐达、福建泰兴、浙江德美、深圳金升彩等、以及拟收购的玉溪印刷、曲靖福牌和大理美登等；在国内分散的烟包行业中，成为行业整合者的角色。
- **电子烟业务：上半年谋篇布局，下半年有望开始业绩转换。**电子烟业务上半年搭建运营框架，目前，海外子公司已经设立，未来将利用此据点拓展海外业务。中烟合作仍在合作研发、打样推进中。而国内社会化渠道的铺建也已经初步形成，预计在14年8月到15年7月的1年时间里，社会化渠道实现2亿以上的销售额。

- **建议增持。**我们维持公司14-15年0.46元和0.60元的盈利预测，目前股价（7.93元）对应14-15年PE分别为17.2倍和13.2倍，传统业务多渠道增长提供安全边际，电子烟业务下半年向上改善趋势明显；建议现价增持！

表 1：盈利预测表
单位：百万元，元，百万股

	2012A	2013A	14Q1	2014E	2015E
一、营业收入	1,371	1,862	526	2,943	3,564
二、营业总成本	1,186	1,607	460	2,534	3,042
其中：营业成本	1,029	1,366	398	2,172	2,619
营业税金及附加	5	11	3	15	11
销售费用	58	81	20	129	150
管理费用	99	137	37	212	257
财务费用	(9)	4	3	3	3
资产减值损失	4	8	0	3	4
加：公允价值变动收益	0	0	2	0	0
投资收益	2	1	2	2	3
三、营业利润	188	256	69	411	525
加：营业外收入	21	50	4	30	30
减：营业外支出	0	4	0	6	5
四、利润总额	209	302	72	435	550
减：所得税	35	49	14	65	77
五、净利润	174	253	58	370	474
少数股东损益	9	24	6	50	58
归属于母公司所有者的净利润	165	229	53	320	416
六、全面摊薄每股收益	0.24	0.33	0.08	0.46	0.60
发行后总股本（百万）	697	697	697	697	697

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。