

劲嘉股份 (002191.SZ) 包装印刷行业

评级：买入 维持评级

公司点评

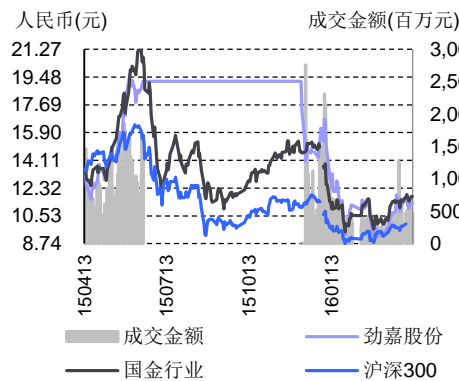
市场价格(人民币)：11.33元

烟标主业内生外延共驱增长，大健康产业期待项目落地

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)	1,294.68
总市值(百万元)	14,904.57
年内股价最高最低(元)	19.67/9.11
沪深300指数	3264.49
深证成指	10640.27



相关报告

1. 《公司点评报告(劲嘉股份 002191.SZ)-战略合作抗衰老中...》，2015.12.16
2. 《品牌提升价值，营销改革体现增长拉-公司点评报告(劲嘉股份 00...》，2015.12.9
3. 《主业稳健成长、产品产业转型进行时-劲嘉股份 2015 年半年报点...》，2015.8.17

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.88	0.55	0.72	0.95	1.17
每股净资产(元)	5.28	3.15	3.83	4.63	5.63
每股经营性现金流(元)	1.09	0.61	0.55	0.81	1.04
市盈率(倍)	16	28	16	12	10
行业优化市盈率(倍)	21	48	58	38	38
净利润增长率(%)	21.30%	24.63%	30.74%	32.01%	24.11%
净资产收益率(%)	16.68%	17.38%	18.73%	20.43%	20.86%
总股本(百万股)	656.65	1,315.50	1,315.50	1,315.50	1,315.50

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 27.2 亿元、8.61 亿元、7.21 亿元，同比分别增长 17.08%、28.66% 和 24.63%。实现全面摊薄 EPS0.55 元/股，符合我们的预期。公司 2015 年分配预案为每 10 股派送 1.5 元(含税)。

经营分析

- **营收转升趋势已成，经营效率提高，净利率还有提升空间：**从 2014 年中报起，公司营收开始恢复增长并且逐季提速。1H2015/2015 营收同比分别增长 12.54%/17.08%；同时，受益于公司近年来通过陆续收购中丰田光电科技部分股权以及完全控股江苏顺泰包装印刷科技等内部原料一体化采购等措施，公司毛利率亦逐季改善，1H2015/2015 分别为 44.50%/45.9% (同比 +4.44pct.)，是 2005 年以来最佳水平。期间费用率下降 1.16pct. 至 15.9%。其中，销售费用率略升 0.28，至 3.05%；管理费用减少 0.26pct.，至 12.9%；财务费用因贷款减少、利息支出而减少 (-1.18pct.)。2015 年，公司的国家高新技术企业认证通过复审，2015-2017 年减按 15% 税率计算企业所得税。
- **内生+外延，巩固提升烟标核心业务。**2015 年，公司的烟标产、销量比上年同期分别增长 19.21% 和 14.21%。一方面，公司继续发挥主营烟标产品在新产品开发及设计的优势，稳步提升现有市场份额。另一方面，随着烟草公约以及国家烟草总局关于培养大型烟草集团战略的实施，国内卷烟品牌数量逐渐减少，市场集中度不断提高，卷烟企业对于烟标印刷的要求不断提高，烟标企业面对更为激烈的市场竞争。公司正在积极把握机会，推进行业整合。2015 年，公司新增为广东中烟提供烟标产品，并且正在通过非公开发行，计划将在配套“宏声”、“龙凤呈祥”、“娇子”和“红塔山”等知名卷烟品牌的西南地区烟标龙头企业宏劲印务的持股比例由 12.73% 提高至 45.73%。未来数年，我们预计公司还将继续在已开发市场和空白市场同步寻求并购机会，持续增强烟标核心竞争优势。
- **打造新型包装运营体系。**公司未来 5 年内规划通过横向并购扩大经营服务范围；通过收购、参股、合作、设立产业基金等方式积极切入新兴领域，推进

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

公司在互联网+、RFID 传感技术、物联网、大数据、数字营销及品牌设计策划等领域的布局，并进一步推进在大包装、大数据和文化传媒等领域上下游产业链的横向、纵向整合，构建“互联网+文创+包装”平台，实现公司外延式发展，持续扩大产业版图。

- **拓展大健康产业，推进企业升级转型。**随着中国人口老龄化发展，健康产业将成为 21 世纪的朝阳产业和支柱产业。公司在《五年发展战略规划纲要（2016 年-2020 年）》中确定，未来五年，公司将重点做大做强包装和大健康两大支柱产业。大健康方面，公司将通过资源整合和科学创新，利用工业园优质土地储备，打造“生物产业孵化基地”，重点培育亚健康检测、肿瘤防治、生物制药和生物工程等项目。同时投资、并购健康管理和医疗服务机构，致力于健康管理、高端医疗、国际医疗等服务，形成上游的技术研发、中游的技术应用、下游的产品和服务的完整产业链，力争到 2020 年大健康产业收入比例达到公司收入的 10%。2015 年，公司与中山大学抗衰老研究中心建立战略合作，将通过校企融合，共同推进“基因编辑与细胞治疗”等生物技术的产业应用。

风险因素

- “大包装”新领域发展不达预期；电子烟、智能烟具行业政策风险；“大健康”产业拓展不力。

盈利预测与投资建议

- 鉴于 1) 公司烟标主业发展稳健；2) 公司通过新材料运用和文化创意设计推动在电子产品、酒类、药品和食盐等消费包装市场的渗透带来的业绩提速；3) 电子烟和智能烟具在未来行业政策许可的前提下市场空间巨大；4) 积极推进大健康产业，预期校企合作将有项目落地。我们维持公司 2016-2017 年 EPS 预测 0.72/0.95 元/股，预计 2018 年 EPS 为 1.17（三年 CAGR28.9%），对应 PE 分为 16/12/10 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,137	2,323	2,720	3,434	4,405	5,421	货币资金	512	619	571	2,306	3,351	4,642
增长率	8.7%	17.1%	26.3%	28.3%	23.0%		应收款项	673	677	872	963	1,235	1,520
主营业务成本	-1,284	-1,360	-1,471	-2,040	-2,618	-3,210	存货	485	475	410	718	922	1,131
%销售收入	60.1%	58.5%	54.1%	59.4%	59.4%	59.2%	其他流动资产	61	65	41	42	53	64
毛利	853	963	1,249	1,394	1,787	2,210	流动资产	1,731	1,836	1,894	4,029	5,561	7,357
%销售收入	39.9%	41.5%	45.9%	40.6%	40.6%	40.8%	%总资产	38.4%	38.7%	35.3%	62.1%	70.5%	77.0%
营业税金及附加	-20	-24	-30	-33	-42	-51	长期投资	1,049	1,091	701	702	701	701
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,302	1,348	1,588	1,455	1,320	1,183
营业费用	-68	-64	-83	-84	-108	-133	%总资产	28.9%	28.5%	29.6%	22.4%	16.7%	12.4%
%销售收入	3.2%	2.8%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	413	434	1,117	297	302	308
管理费用	-265	-306	-351	-361	-439	-514	非流动资产	2,776	2,903	3,471	2,456	2,325	2,193
%销售收入	12.4%	13.2%	12.9%	10.5%	10.0%	9.5%	%总资产	61.6%	61.3%	64.7%	37.9%	29.5%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	500	569	785	917	1,198	1,512	资产总计	4,507	4,738	5,365	6,485	7,886	9,551
%销售收入	23.4%	24.5%	28.9%	26.7%	27.2%	27.9%	短期借款	680	226	55	52	50	47
财务费用	-39	-26	1	26	55	79	应付款项	582	674	768	914	1,172	1,435
%销售收入	1.8%	1.1%	0.0%	-0.8%	-1.2%	-1.5%	其他流动负债	65	72	145	248	323	399
资产减值损失	-7	-20	-25	0	0	0	流动负债	1,327	972	968	1,214	1,544	1,881
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	0	0	0	0	1
投资收益	112	147	100	120	150	150	其他长期负债	14	152	26	0	0	0
%税前利润	19.3%	21.5%	11.1%	11.1%	10.6%	8.5%	负债	1,441	1,125	993	1,214	1,544	1,882
营业利润	566	670	861	1,063	1,403	1,741	普通股股东权益	2,931	3,468	4,147	5,032	6,089	7,402
营业利润率	26.5%	28.8%	31.7%	31.0%	31.9%	32.1%	少数股东权益	135	146	225	239	253	267
营业外收支	14	16	45	15	15	15	负债股东权益合计	4,507	4,738	5,365	6,485	7,886	9,551
税前利润	580	686	906	1,078	1,418	1,756	比率分析						
利润率	27.1%	29.5%	33.3%	31.4%	32.2%	32.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-83	-80	-117	-122	-160	-198	每股指标						
所得税率	14.4%	11.7%	12.9%	11.3%	11.3%	11.3%	每股收益	0.74	0.88	0.55	0.72	0.95	1.17
净利润	496	605	789	956	1,258	1,558	每股净资产	4.57	5.28	3.15	3.83	4.63	5.63
少数股东损益	19	27	69	14	14	14	每股经营现金净流	0.78	1.09	0.61	0.55	0.81	1.04
归属于母公司的净利润	477	578	721	942	1,244	1,544	每股股利	0.20	0.10	0.15	0.11	0.14	0.18
净利率	22.3%	24.9%	26.5%	27.4%	28.2%	28.5%	回报率						
							净资产收益率	16.27%	16.68%	17.38%	18.73%	20.43%	20.86%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.58%	12.20%	13.43%	14.53%	15.77%	16.16%
净利润	496	605	789	956	1,258	1,558	投入资本收益率	11.08%	13.04%	15.41%	15.28%	16.63%	17.38%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	134	153	168	171	174	177	主营业务收入增长率	-0.73%	8.74%	17.08%	26.25%	28.28%	23.04%
非经营收益	-77	-136	-144	-116	-162	-163	EBIT 增长率	0.39%	13.91%	37.98%	16.78%	30.69%	26.21%
营运资金变动	-55	95	-14	-285	-200	-210	净利润增长率	10.17%	21.30%	24.63%	30.74%	32.01%	24.11%
经营活动现金净流	498	717	800	726	1,070	1,363	总资产增长率	4.46%	5.13%	13.23%	20.87%	21.61%	21.10%
资本开支	-215	-140	-212	833	-28	-31	资产管理能力						
投资	-257	-67	-252	-1	0	0	应收账款周转天数	60	62	69	58	58	58
其他	15	147	20	120	150	150	存货周转天数	139	129	110	129	129	129
投资活动现金净流	-457	-61	-444	952	122	119	应付账款周转天数	93	102	101	86	86	86
股权募资	0	136	14	0	0	0	固定资产周转天数	148	204	175	123	84	59
债权募资	10	-554	-286	-18	-3	-1	偿债能力						
其他	-123	-134	-154	75	-144	-189	净负债/股东权益	8.72%	-10.87%	-11.80%	-42.75%	-52.05%	-59.91%
筹资活动现金净流	-113	-552	-426	57	-147	-191	EBIT 利息保障倍数	13.0	21.7	-638.0	-35.0	-21.8	-19.2
现金净流量	-72	105	-70	1,735	1,045	1,291	资产负债率	31.97%	23.74%	18.51%	18.72%	19.58%	19.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

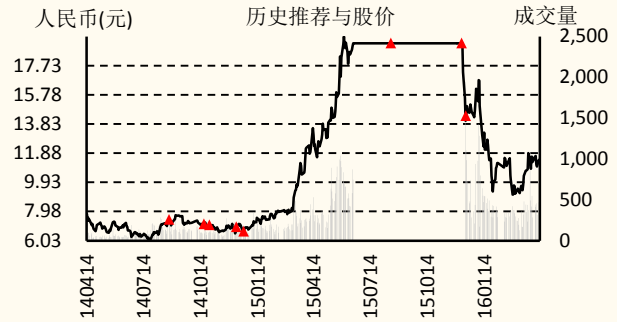
最终评分与平均投资建议对照：

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-25	买入	14.57	N/A
2	2014-10-20	买入	14.26	N/A
3	2014-10-29	买入	14.09	N/A
4	2014-12-11	买入	13.50	N/A
5	2014-12-23	买入	13.28	N/A
6	2015-08-17	买入	19.22	24.00
7	2015-12-09	买入	19.22	N/A
8	2015-12-16	买入	14.05	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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

特别声明：

国金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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD