



东兴证券
DONGXING SECURITIES

“大包装+大健康”双主业持续发展

——劲嘉股份（002191）调研简报

2016年08月05日

强烈推荐/维持

劲嘉股份

调研简报

报告摘要：

国内领先的烟标生产公司。公司的主营业务是烟标印制及相关包装材料的生产经营，烟标印制及销售是公司的核心业务。2015年烟标业务收入占公司销售收入的88%。近年来我国卷烟行业的增长较为稳定，卷烟产量、销量的增速维持在2%~3%左右，因为卷烟企业的生产经营要根据国家的计划制定，卷烟行业的产销量基本处于平衡的状态，我们认为相应的烟标行业市场的需求也将保持稳定。

烟标行业规模不断扩大，集中度逐渐提高。目前国内烟标印刷行业的整体规模还在扩大，增长速度在17%左右，规模以上企业数量为200余家，行业内的竞争较为激烈，目前尚未有公司的市占率超过10%。近年来，由于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，卷烟企业对于烟标印刷的要求日趋严格，中小烟标企业逐步被淘汰，烟标行业的产业集中度逐渐提高。

打造“大包装+大健康”业务布局。烟标是公司目前包装领域的核心业务，公司未来在继续扩大烟标主业的市场占有率的同时，将积极开拓电子产品包装、高端精品包装、高端智能产品包装市场，挖掘新的客户群体，并且积极拓展健康产业，整合国内外医疗健康机构，形成“大包装+大健康”的双主业模式。公司在健康领域主要发展两个方向：肿瘤防治和抗衰老。

公司盈利预测及投资评级。劲嘉股份是我国领先的烟标制造企业，烟标是公司的核心业务，未来公司在继续扩大烟标业务的市占率的同时，会积极拓展电子产品包装、食品包装、药品包装等领域，挖掘新的客户，打造大包装集团。与此同时劲嘉会积极拓展健康产业，整合国内外优秀的医疗健康机构，完成“大包装+大健康”的业务布局。我们预计公司2016年、2017年的营业收入分别为32.3亿元和38.7亿元，每股收益分别为0.62元和0.71元，对应PE分别为18X和15X，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,323.24	2,720.05	3,230.01	3,866.61	4,784.93
增长率(%)	8.74%	17.08%	18.75%	19.71%	23.75%
净利润(百万元)	605.11	789.27	858.67	983.46	1,087.79
增长率(%)	21.96%	30.43%	8.79%	14.53%	10.61%
净资产收益率(%)	16.68%	17.38%	16.74%	16.65%	16.07%
每股收益(元)	0.89	0.56	0.62	0.71	0.79
PE	12.34	19.78	17.61	15.38	13.92
PB	2.08	3.48	2.95	2.56	2.24

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

孙金琦

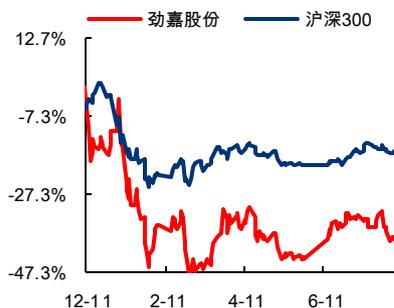
010-66554026

sun_jq@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	10.49-19.22
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	135.9
总股本/流通A股(万股)	131550/129555
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.18

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《劲嘉股份（002191）：增长稳健，多元化业务结构打开公司成长空间》2016-04-14
- 2、《劲嘉股份（002191）：股权激励效应逐步显现，中长期关注新业务布局》2014-10-29
- 3、《劲嘉股份（002191）中报点评：关注烟标盈利能力提升》2014-08-27
- 4、《劲嘉股份（002191）调研快报：烟标攻城拔寨，电子烟未雨绸缪》2014-03-24

目 录

1. “大包装+大健康”双主业布局	3
1.1 国内领先的烟标生产公司	3
1.2 智能包装与物联网	4
1.3 两个方向布局大健康领域	5
2. 盈利预测及估值	6
3. 风险提示	6

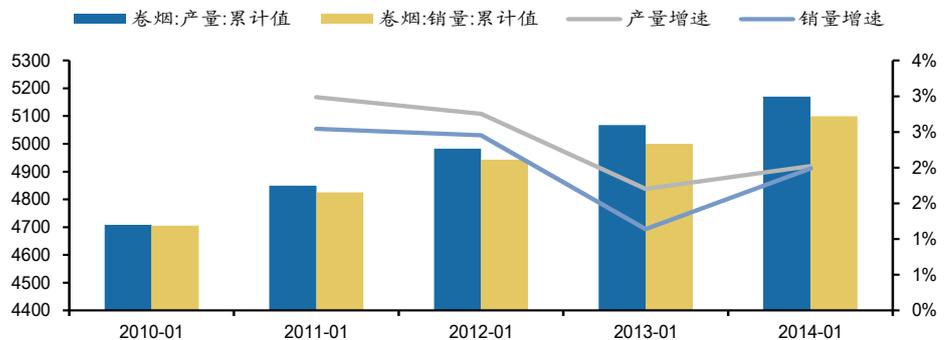
插图目录

图 1:国内卷烟产量、销量及其增速	3
图 2:劲嘉股份营业收入及其增速	3
图 3:劲嘉股份净利润及其增速	3
图 4:公司控股/参股公司业务布局	4
图 5:劲嘉股份包装产品	5
图 6:劲嘉股份烟标产品	5
图 7:复星安泰股权控制关系	6

1. “大包装+大健康” 双主业布局

公司的主营业务是烟标印制及相关包装材料的生产经营, 烟标印制及销售是公司的核心业务。2015 年烟标业务收入占公司销售收入的 88%。近年来我国卷烟行业的增长较为稳定, 卷烟产量、销量的增速维持在 2%~3% 左右, 因为卷烟企业的生产经营要根据国家的计划制定, 卷烟行业的产销量基本处于平衡的状态, 我们认为相应的烟标行业市场的需求也将保持稳定。2015 年公司实现营业收入 27.2 亿元, 较 2014 年增长 17%, 实现净利润 7.9 亿元, 较 2014 年增长 30%。

图 1:国内卷烟产量、销量及其增速



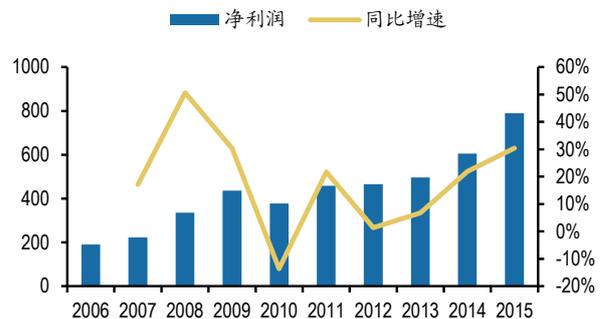
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2:劲嘉股份营业收入及其增速



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3:劲嘉股份净利润及其增速



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1.1 国内领先的烟标生产公司

近年来, 由于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, 卷烟企业对于烟标印刷的要求日趋严格, 中小烟标企业逐步被淘汰, 烟标行业的产业集中度逐渐提高。

烟标印刷行业的上游原材料主要是纸、油墨以及镭射膜等，原材料的发展状况直接制约烟标印刷行业的成本。烟标印刷行业的下游主要是卷烟市场，其市场规模对烟标行业的发展有着较大的影响。

目前国内烟标印刷行业的整体规模还在扩大，增长速度在 17%左右，规模以上企业数量为 200 余家，行业内的竞争较为激烈，目前尚未有公司的市占率超过 10%。

表 1：烟标印刷行业上市公司盈利情况（单位：百万元）

公司名称	营业收入	净利润
劲嘉股份	2720.05	789.27
东风股份	2219.44	780.05
陕西金叶	528.27	13.92

资料来源：Wind，东兴证券研究所

劲嘉股份通过对外设立或并购的形式，完成对烟标的上游企业以及烟标印刷企业的控制和布局。烟标的上游企业主要为烟标印刷提供白卡纸、镭射膜等原材料，包括中丰田、劲嘉科技；烟标印刷企业包括安徽安泰、贵州劲嘉、青岛嘉颐泽、江苏劲嘉、昆明彩印、江西丰彩丽、江苏顺泰、贵州劲瑞、深圳劲嘉和重庆宏声，烟标印刷企业之间通过合作互补的关系加强公司在烟标行业的竞争力。

图 4：公司控股/参股公司业务布局

原材料供应		烟标印刷	
公司名称	主营业务	公司名称	主营客户或市场
中丰田	提供镭射纸和镭射膜等原材料	安徽安泰	主要服务安徽中烟工业公司
劲嘉科技	生产PET镭射膜	贵州劲嘉	服务贵州省市场，主要为贵州中烟工业公司提供配套服务
		嘉颐泽	扩展山东卷烟市场
		江苏劲嘉	服务江苏省市场，主要为江苏中烟工业公司及其下属的南京卷烟厂、淮阴卷烟厂提供配套服务
		昆明彩印	服务云南省市场，主要为昆明卷烟厂提供配套服务
		江西丰彩丽	服务江西省市场，主要为江西中烟工业公司提供配套服务
		重庆宏声	主要为川渝中烟工业公司提供配套服务

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 智能包装与物联网

烟标作为公司包装领域的核心业务，公司未来将继续扩大烟标主业的市场占有率，同时积极开拓电子产品包装、高端精品包装、高端智能产品包装市场，挖掘新的客户群体。

图 5:劲嘉股份包装产品


资料来源：东兴证券研究所

图 6:劲嘉股份烟标产品


资料来源：东兴证券研究所

公司此次的定增项目也主要围绕包装智能化升级以及物联网等项目，募集资金拟用于共计 4 个项目：1.基于 RFID 技术的智能物联运营支撑系统项目；2.贵州省食品安全物联网与大数据营销溯源平台项目；3.新型材料精品包装及智能化升级项目；4.包装技术研发中心项目。我们认为公司未来可以与引入的战略投资者复星集团产生较好的协同作用，食品和药品在追溯与防伪方面诉求较强，公司可以使用自身的 RFID 技术帮助实现药品的追溯与防伪。

1.3 两个方向布局大健康领域

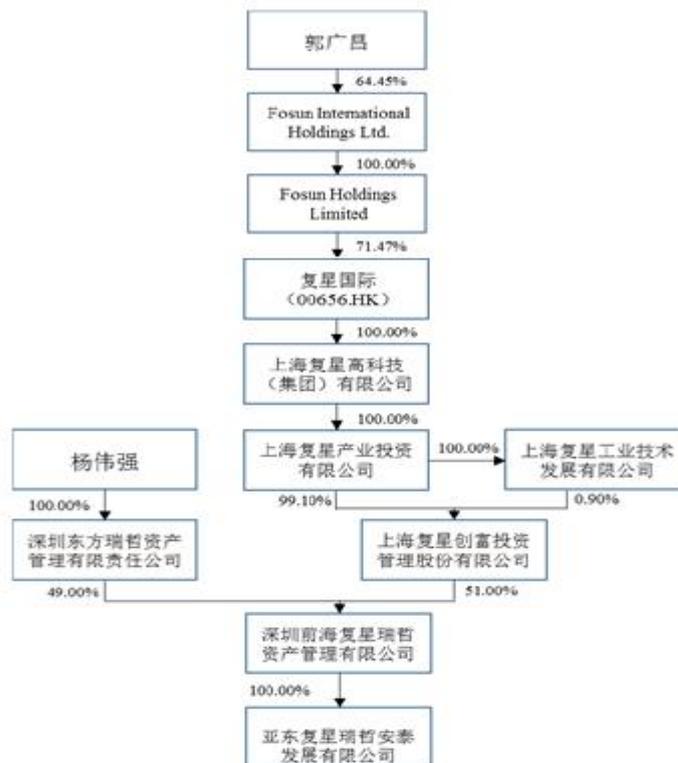
公司公告的 2016~2020 五年发展战略规划纲要表明，劲嘉在做大做强包装产业的、提升包装印刷核心竞争力的同时，积极拓展健康产业，整合国内外医疗健康机构，形成“大包装+大健康”的双主业模式。

公司在健康领域主要发展两个方向：肿瘤防治和抗衰老。产业链的布局主要是两个方面：其一是布局和发展前沿生命科学技术；其二是提供医疗服务，例如在肿瘤防治和抗衰老方面的诊疗机构或医院。

目前劲嘉已经与中山大学抗衰老研究中心签署了《战略合作意向书》，共同推进“基因编辑与细胞治疗”等生物技术应用进程。中山大学抗衰老研究中心主要从事抗衰老和健康老龄化的基础及应用转化研究，主要研究方向包括衰老模型和衰老分子机制研究、衰老相关疾病的临床与基础研究、抗衰老活性物质的筛选和抗衰老产品研发等。我们认为与中山大学的合作是公司在大健康领域的初步布局，可以帮助公司借助外部专业资源提高公司在抗衰老领域的技术研发实力。

为了完善公司双主业发展的基础，劲嘉引入复星安泰作为战略投资者，为公司在包装和健康领域提供相关资源。复星安泰是复星集团的控股子公司，未来双方将在包装产业链、大健康领域以及全球化产业拓展三个领域进行深度的战略合作。

图 7:复星安泰股权控制关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 盈利预测及估值

劲嘉股份是我国领先的烟标制造企业，烟标是公司的核心业务，未来公司在继续扩大烟标业务的市占率的同时，会积极拓展电子产品包装、食品包装、药品包装等领域，挖掘新的客户，打造大包装集团。与此同时劲嘉会积极拓展健康产业，整合国内外优秀的医疗健康机构，完成“大包装+大健康”的业务布局。我们预计公司 2016 年、2017 年的营业收入分别为 32.3 亿元和 38.7 亿元，每股收益分别为 0.62 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 18X 和 15X，维持“强烈推荐”评级。

3. 风险提示

1. 原材料价格上升、烟标产品价格下降的风险；
2. 跨行业经营的风险。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1836	1894	3025	4163	5513	营业收入	2323	2720	3230	3867	4785
货币资金	619	571	1452	2296	3176	营业成本	1360	1471	1878	2270	2939
应收账款	399	630	651	838	1001	营业税金及附加	24	30	32	39	48
其他应收款	28	31	37	44	55	营业费用	64	83	87	104	129
预付款项	15	11	-8	-22	-46	管理费用	306	351	404	483	598
存货	475	410	590	673	897	财务费用	26	-1	-8	-19	-27
其他流动资产	20	4	4	4	4	资产减值损失	20.45	25.19	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2903	3471	3215	2997	2779	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	924	535	535	535	535	投资净收益	147.20	100.21	123.71	111.96	117.83
固定资产	1298.48	1300.73	1398.84	1209.94	1021.03	营业利润	670	861	961	1101	1216
无形资产	252	292	263	233	204	营业外收入	18.35	56.36	29.80	34.84	40.33
其他非流动资产	7	38	0	0	0	营业外支出	2.29	11.56	4.82	6.23	7.54
资产总计	4738	5365	6241	7160	8292	利润总额	686	906	986	1129	1249
流动负债合计	972	968	1074	1211	1477	所得税	80	117	127	146	161
短期借款	176	55	0	0	0	净利润	605	789	859	983	1088
应付账款	428	382	532	613	813	少数股东损益	27	69	38	45	50
预收款项	41	6	13	-8	-16	归属母公司净利润	578	721	820	939	1037
一年内到期的非	50	0	0	0	0	EBITDA	1072	1285	1171	1300	1407
非流动负债合计	152	26	0	0	0	BPS (元)	0.89	0.56	0.62	0.71	0.79
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1125	993	1074	1211	1477	成长能力					
少数股东权益	146	225	263	308	358	营业收入增长	8.74%	17.08%	18.75%	19.71%	23.75%
实收资本(或股	657	1315	1315	1315	1315	营业利润增长	18.39%	28.66%	11.55%	14.53%	10.50%
资本公积	571	326	326	326	326	归属于母公司净利润	13.83%	14.44%	13.83%	14.44%	10.48%
未分配利润	1941	2262	2485	2988	3544	获利能力					
归属母公司股东	3468	4147	4902	5640	6455	毛利率(%)	41.47%	45.91%	41.86%	41.28%	38.58%
负债和所有者权	4738	5365	6241	7160	8292	净利率(%)	26.05%	29.02%	26.58%	25.43%	22.73%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.20%	13.43%	13.15%	13.11%	12.51%
	单位:百万元					ROE(%)	16.68%	17.38%	16.74%	16.65%	16.07%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	717	800	820	915	957	资产负债率(%)	24%	19%	17%	17%	
净利润	605	789	859	983	1088	流动比率	1.89	1.96	2.82	3.44	3.73
折旧摊销	376.59	425.09	183.63	218.07	218.07	速动比率	1.40	1.53	2.27	2.88	3.12
财务费用	26	-1	-8	-19	-27	营运能力					
应收账款减少	0	0	-21	-186	-163	总资产周转率	0.50	0.54	0.56	0.58	0.62
预收帐款增加	0	0	6	-21	-8	应收账款周转率	6	5	5	5	5
投资活动现金流	-61	-444	187	112	118	应付账款周转率	6.14	6.71	7.06	6.75	6.71
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.89	0.56	0.62	0.71	0.79
投资收益	147	100	124	112	118	每股净现金流(最新	0.16	-0.06	0.67	0.64	0.67
筹资活动现金流	-551	-428	-126	-182	-195	每股净资产(最新摊	5.28	3.15	3.73	4.29	4.91
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	12.34	19.78	17.61	15.38	13.92
普通股增加	15	659	0	0	0	P/B	2.08	3.48	2.95	2.56	2.24
资本公积增加	12	-245	0	0	0	EV/EBITDA	6.36	10.84	11.10	9.35	8.01
现金净增加额	106	-73	881	844	880						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙金琦

轻工造纸行业研究员，硕士研究生，2015年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。