

劲嘉股份 (002191.SZ) 包装印刷行业

评级：买入 维持评级

公司点评

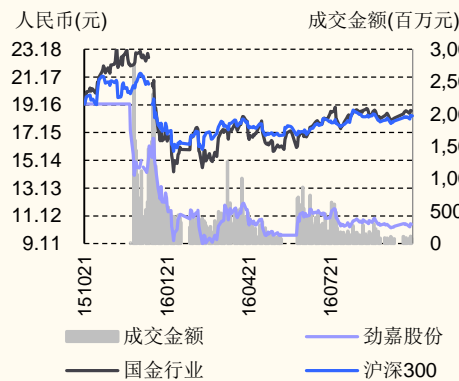
市场价格(人民币)：10.51元

巩固烟标核心业务，静待新业务发力

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)	-
总市值(百万元)	2,102.00
年内股价最高最低(元)	19.22/9.11
沪深300指数	3318.60
深证成指	10784.33



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	0.49	0.57	0.68
每股净资产(元)	5.28	3.15	3.63	4.11	4.70
每股经营性现金流(元)	1.09	0.61	0.46	0.54	0.60
市盈率(倍)	16	28	22	18	15
行业优化市盈率(倍)	21	48	58	38	38
净利润增长率(%)	21.30%	24.63%	-11.09%	16.97%	20.16%
净资产收益率(%)	16.68%	17.38%	13.42%	13.85%	14.58%
总股本(百万股)	656.65	1,315.50	1,315.50	1,315.50	1,315.50

业绩简评

2016年前三季度，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 18.96 亿元、5.44 亿元和 4.41 亿元，同比分别增长 0.21%、-11.00%和-13.95%。实现全面摊薄 EPS0.34 元/股，符合预期。经营活动净现金流为 4.35 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 -20.78%/22.15%/8.81%，归母净利润同比增速分别为 -10.18%/-11.02%/-25.49%。

经营分析

- **业绩增速仍处低点，费用管控有待加强：**前三季度，公司收入略增(+0.21%)，毛利率小幅降至 42.15% (-2.60pct.)。期间费用率增加 3.15pct.。其中，销售费用率及管理费用率增加 0.11pct./3.16pct.，财务费用率降低 0.13pct.，公司费用管控仍有待加强。此外，归母净利率为 23.25% (-3.83pct.)，公司盈利能力有所下滑。
- **持续贯彻“内生+外延”战略，巩固提升烟标核心业务。**内生增长角度，公司继续发挥在烟标产品研发设计的优势，不断强化产品质量，巩固现有市场份额。上半年，受烟草行业去库存整体的影响，公司营收和净利润均有所下滑。不过，从烟草总局维持年度利税增长目标来看，公司全年订单将呈现前低后高走势。外延并购方面，除了去年底增持宏劲印务，公司在今年 4 月收购了吉星印务 70%股权，填补了在东北地区的市场空白。未来，该部分业务有望进一步与公司现有业务协调整合。我们预计未来公司还将继续加强在烟标主业的地位，在已开发市场和空白市场同步寻求并购机会。
- **“大包装+大健康”，共筑产业生态圈。**根据公司的五年战略规划，公司未来在不断整合发展烟标的同时启动智能包装业务，并把大健康作为第二主业，将形成“大包装+大健康”并驾齐驱的局面。一方面，公司通过 RFID 智能物联网包装系统的建设，拓宽包装载体的下游应用范围，公司将实现包装产品智能化，同时推动公司的大包装业务全面转型升级。另一方面，今年 6 月，公司已筹划非公开发行，将引入复星安泰作为战略投资者，预计对于公司“大包装+大健康”产业生态圈构建有重要意义：1) 复星集团拥有领先的管理和资本运作经验，将有助于公司未来在大包装产业链的延伸；2) 未来复星有望与公司在大健康领域共同投资；3) 促进公司大包装、大健康领域的全球化拓展与合作。

相关报告

1. 《劲嘉股份 2016 年半年报点评-深化“大包装+大健康”战略，业...》，2016.8.26
2. 《劲嘉股份重大事项点评-携手复星，加速推进“大包装、大健康”战...》，2016.6.16
3. 《劲嘉股份 2015 年年报点评-烟标主业内生外延共驱增长，大健康...》，2016.4.13
4. 《公司点评报告(劲嘉股份 002191.SZ)-战略合作抗衰老中...》，2015.12.16
5. 《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

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

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

- 公司烟标主业主要受到烟草行业在前期高速增长后处于“优库存、调结构”态势影响而略显疲弱，大健康领域引入复星资本值得期待。我们维持公司2016-2018年EPS预测为0.49/0.57/0.68元/股（三年CAGR7.71%），对应PE分为22/18/15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	2,602	2,944	3,634	货币资金	512	619	571	2,182	2,910	3,704
增长率	8.7%	17.1%	-4.3%	13.1%	23.4%		应收款项	673	677	872	730	825	1,019
主营业务成本	-1,284	-1,360	-1,471	-1,565	-1,787	-2,229	存货	485	475	410	551	629	785
%销售收入	60.1%	58.5%	54.1%	60.1%	60.7%	61.3%	其他流动资产	61	65	41	32	37	45
毛利	853	963	1,249	1,038	1,157	1,405	流动资产	1,731	1,836	1,894	3,495	4,402	5,554
%销售收入	39.9%	41.5%	45.9%	39.9%	39.3%	38.7%	%总资产	38.4%	38.7%	35.3%	58.7%	65.4%	71.7%
营业税金及附加	-20	-24	-30	-30	-34	-38	长期投资	1,049	1,091	701	702	701	701
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	固定资产	1,302	1,348	1,588	1,455	1,320	1,183
营业费用	-68	-64	-83	-91	-90	-111	%总资产	28.9%	28.5%	29.6%	24.4%	19.6%	15.3%
%销售收入	3.2%	2.8%	3.0%	3.5%	3.1%	3.1%	无形资产	413	434	1,117	297	302	308
管理费用	-265	-306	-351	-338	-386	-454	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%	13.0%	13.1%	12.5%	%总资产	61.6%	61.3%	64.7%	41.3%	34.6%	28.3%
息税前利润 (EBIT)	500	569	785	578	647	801	资产总计	4,507	4,738	5,365	5,952	6,727	7,747
%销售收入	23.4%	24.5%	28.9%	22.2%	22.0%	22.1%	短期借款	680	226	55	52	50	47
财务费用	-39	-26	1	25	49	65	应付款项	582	674	768	708	807	1,005
%销售收入	1.8%	1.1%	0.0%	-1.0%	-1.7%	-1.8%	其他流动负债	65	72	145	177	204	249
资产减值损失	-7	-20	-25	0	0	0	流动负债	1,327	972	968	937	1,061	1,301
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%	16.3%	17.4%	14.5%	负债	1,441	1,125	993	937	1,061	1,302
营业利润	566	670	861	723	846	1,016	普通股股东权益	2,931	3,468	4,147	4,776	5,413	6,178
营业利润率	26.5%	28.8%	31.7%	27.8%	28.7%	28.0%	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	5,952	6,727	7,747
税前利润	580	686	906	738	861	1,031	比率分析						
利润率	27.1%	29.5%	33.3%	28.4%	29.2%	28.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-83	-80	-117	-83	-97	-117	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	0.49	0.57	0.68
净利润	496	605	789	655	763	915	每股净资产	4.57	5.28	3.15	3.63	4.11	4.70
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	0.46	0.54	0.60
归属于母公司的净利润	477	578	721	641	749	901	每股股利	0.20	0.10	0.15	0.07	0.09	0.10
净利率	22.3%	24.9%	26.5%	24.6%	25.5%	24.8%	回报率						
							净资产收益率	16.27%	16.68%	17.38%	13.42%	13.85%	14.58%
							总资产收益率	10.58%	12.20%	13.43%	10.77%	11.14%	11.62%
							投入资本收益率	11.08%	13.04%	15.41%	10.12%	10.04%	10.95%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-0.73%	8.74%	17.08%	-4.32%	13.12%	23.44%
							EBIT 增长率	0.39%	13.91%	37.98%	-26.35%	11.84%	23.91%
							净利润增长率	10.17%	21.30%	24.63%	-11.09%	16.97%	20.16%
							总资产增长率	4.46%	5.13%	13.23%	10.93%	13.02%	15.17%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	60	62	69	58	58	58
							存货周转天数	139	129	110	129	129	129
							应付账款周转天数	93	102	101	86	86	86
							固定资产周转天数	148	204	175	163	126	88
							偿债能力						
							净负债/股东权益	8.72%	-10.87%	-11.80%	-42.48%	-50.49%	-56.73%
							EBIT 利息保障倍数	13.0	21.7	-638.0	-23.2	-13.2	-12.4
							资产负债率	31.97%	23.74%	18.51%	15.74%	15.77%	16.80%

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。

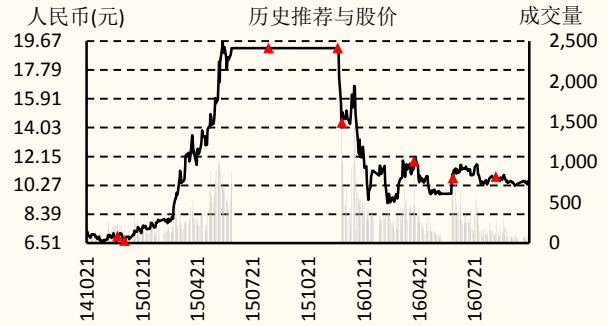
最终评分与平均投资建议对照：

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	2014-12-11	买入	13.50	N/A
2	2014-12-23	买入	13.28	N/A
3	2015-08-17	买入	19.22	24.00
4	2015-12-09	买入	19.22	N/A
5	2015-12-16	买入	14.05	N/A
6	2016-04-13	买入	11.33	N/A
7	2016-06-16	买入	11.02	N/A
8	2016-08-26	买入	10.63	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