

劲嘉股份 (002191.SZ)

烟标行业复苏可期，大包装+大健康战略推进

● 收入稳定利润下滑，烟标行业复苏可期

公司全年实现营业收入 27.77 亿元，同比增长 2.1%；归属上市公司股东净利润 5.71 亿元，同比减少 20.8%；归属上市公司股东扣除非经常性损益净利润为 4.39 亿元，同比减少 35.7%。公司主要业务为烟标包装，由于去年卷烟去库存压力持续和招投标价格下降，收入盈利均受一定影响。受卷烟行业下游去库存影响，处于上游的中烟公司卷烟厂为配合去库存任务对卷烟产量进行压缩。在烟草销售增幅放缓和国家利税增长目标不变的情况下，烟草产品的结构会有所调整，集中度有望提升，行业复苏可期。

● 非烟标业务贡献逐步提升，大包装+大健康战略推进

非烟标业务方面，公司拓展精品包装领域，在继续保持与 OPPO 和 vivo 等消费类电子大客户合作的同时争取例如“魅族”等其他新客户，报告期内非烟标包装产品营业收入同期增长 23.37%。此外，公司通过合资设立劲嘉健康和引入战投复星集团开始瞄准大健康领域，还通过合资设立华大北斗积极涉足智能包装领域。2016 年公司拟非公开发行股票募集不超过 16.5 亿元以投入大包装领域项目，目前已获得证监会发审委通过。此次非公开发行股票将扩大公司包装产能、实现智能包装的升级并引入战略投资者复星安泰，有望推动公司大包装+大健康战略目标的实现。

● 盈利预测与投资建议

预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 6.64/7.78/9.21 亿元，分别对应 19/17/14 倍 PE。我们看好烟标包装龙头在卷烟客户拓展、产业链纵向并购整合方面的优势以及在多元化业务结构和跨产业布局方面的进展，上调为“买入”评级。

● 风险提示

下游烟草行业景气情况对烟标产业有重要影响；原材料价格波动影响公司利润；大包装、大健康业务推进存在不确定性。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,720.05	2,776.95	3,072.42	3,493.27	4,039.53
增长率(%)	17.08%	2.09%	10.64%	13.70%	15.64%
EBITDA(百万元)	928.45	813.80	976.41	1,161.15	1,401.76
净利润(百万元)	720.73	570.72	664.01	778.18	921.42
增长率(%)	24.63%	-20.81%	16.35%	17.19%	18.41%
EPS(元/股)	0.548	0.434	0.505	0.592	0.700
市盈率(P/E)	28.04	23.99	19.45	16.60	14.02
市净率(P/B)	4.85	3.04	2.50	2.17	1.88
EV/EBITDA	21.21	16.28	12.50	10.19	8.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 9.82 元

前次评级 持有

报告日期 2017-04-17

相对市场表现



分析师：赵中平 S0260516070005

0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：申烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

相关研究：

二子公司获高新技术企业认定，增厚业绩 2009-03-11

劲嘉股份(002191.SZ)：弱周期性及行业整合凸显龙头企业投资价值 2008-11-03

新建报告：收购兼并，提高 2008-03-31

08 年业绩增幅

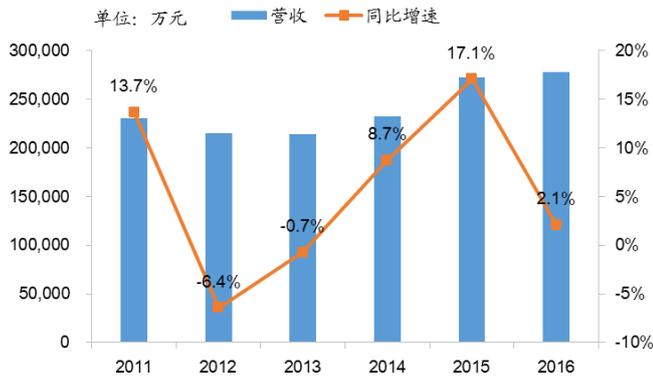
联系人：任尚伟 020-87574791

rensw@gf.com.cn

一、收入稳定利润下滑，烟标行业复苏可期

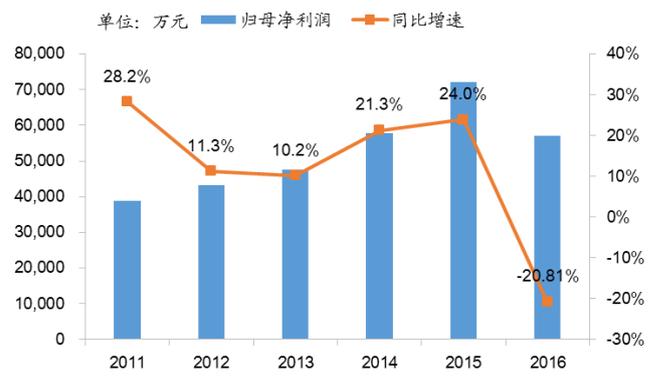
公司全年实现营业收入27.77亿元，同比增长2.1%；归属上市公司股东净利润5.71亿元，同比减少20.8%；归属上市公司股东扣除非经常性损益净利润为4.39亿元，同比减少35.7%。

图1：劲嘉股份近年收入及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

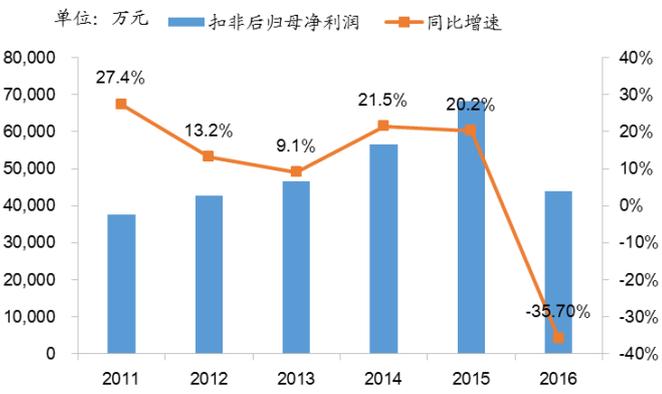
图2：劲嘉股份近年归属上市公司股东净利润及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

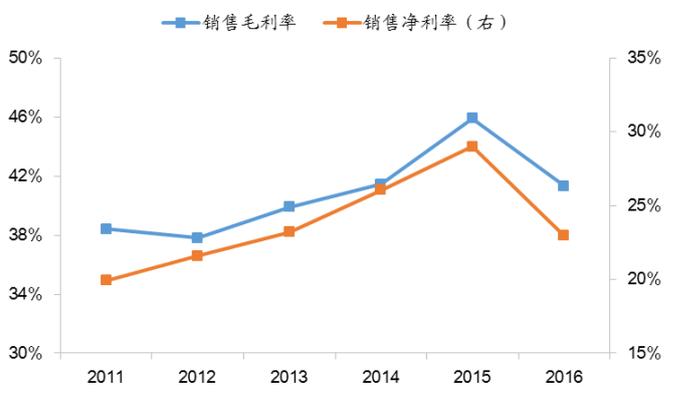
公司主要业务为烟标包装，由于去年卷烟去库存压力持续和招投标价格下降，公司2016年收入盈利均受一定影响。受卷烟行业下游去库存影响，处于上游的中烟公司卷烟厂为配合去库存任务对卷烟产量进行压缩。烟草在线的统计数据显示，2016年卷烟行业实现工商税利总额10795亿元，下降5.6%；全国卷烟销量为4701万箱，同比下降5.6%。烟标包装的需求也相应下降，对公司的烟标销量造成不利影响。此外，在公司原前五大客户之一川渝中烟于2016年分拆为四川中烟和重庆中烟后，四川中烟开始采取市场化招标手段，以期控制成本，导致公司以较低的烟标价格中标，销售额和利润空间均有下降。2016年公司营收依旧实现小幅增长的原因主要系重庆宏声的并表。在烟草销售增幅放缓和国家利税增长目标不变的情况下，烟草产品的结构会有所调整，集中度有望提升，行业复苏可期。

图3：扣非后归属上市公司股东净利润及增速



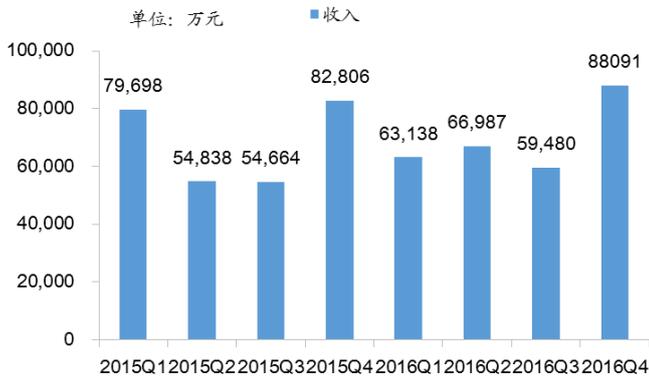
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图4：劲嘉股份近年销售毛利率和净利率



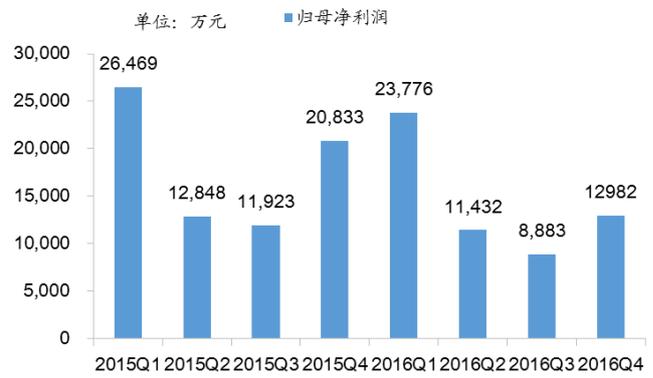
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图5: 公司各季度收入



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

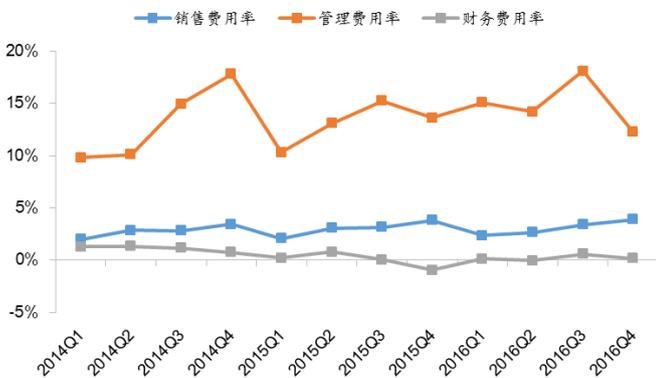
图6: 公司各季度净利润



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

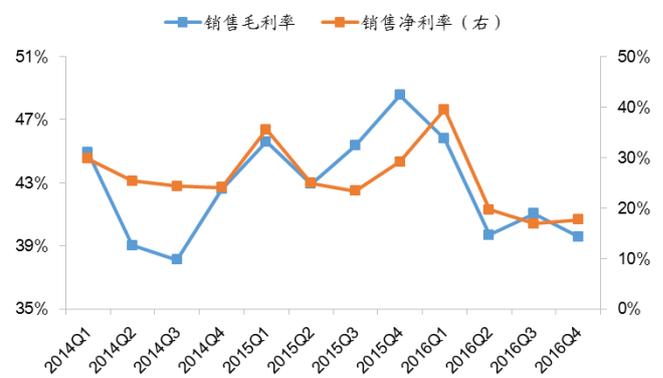
公司产品的服务对象为卷烟厂, 受其销量季节性变化影响。由于重要节假日和黄金周、各类型酒宴较为集中于每年一、四季度, 因此公司收入在一、四季度较高, 二、三季度偏低, 淡旺季现象明显。由于供烟保持稳定和国家政策禁止卷烟产品宣传, 公司销售费用一直处于较低水平, 管理费用则主要受人力成本的上升而波动上升。2016年财务费用同比增长569%, 主要系报告期合并报表范围增加、贷款增加、相应增加利息支出所致。

图7: 公司三项费用率季度变化趋势



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 公司销售毛利率和净利率季度变化趋势



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

二、非烟标业务贡献逐步提升，大包装+大健康战略推进

非烟标业务方面，公司拓展精品包装领域，在继续保持与OPPO和vivo等消费类电子大客户合作的同时争取例如“魅族”等其他新客户，报告期内非烟标包装产品营业收入同期增长23.37%。此外，公司通过合资设立劲嘉健康和引入战投复星集团开始瞄准大健康领域，还通过合资设立华大北斗积极涉足智能包装领域。我们继续看好烟标包装龙头在卷烟客户拓展、产业链纵向并购整合方面的优势以及在多元化业务结构和跨产业布局方面的进展。

由于国家稳定供烟的政策导向，近年来卷烟销量保持稳定，烟标包装的需求也趋于稳定。烟草在线统计数据显示，2011-2016年全国卷烟销量CAGR约为-0.5%，其中2011-2014年保持稳定增长，2015年开始略微下滑。烟标需求方面稳定，公司营收的新增长点主要通过拓展客户、整合产业链和发展非烟标业务实现。

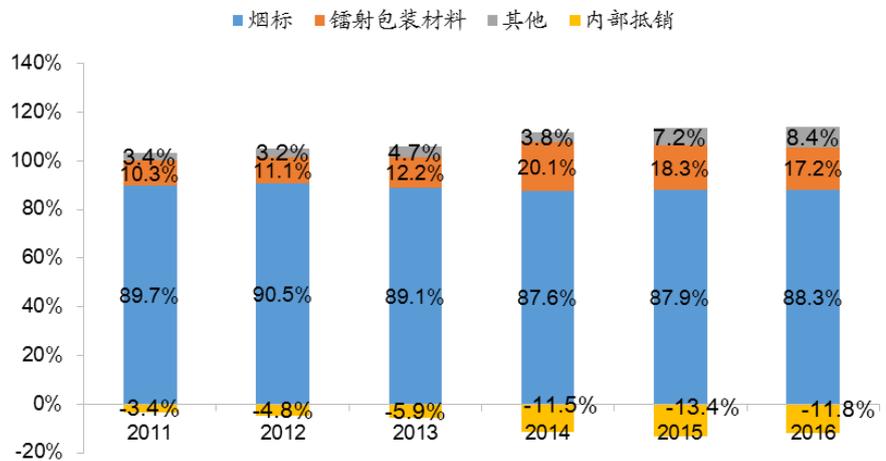
表 1: 截止 2016 年度报告出具之日劲嘉股份重要投资经营活动一览表

序号	公告日期	重要投资经营活动事项	备注
1	2016/1/19	公司以自有资金出资人民币 5000 万元设立全资子公司深圳前海劲嘉供应链有限公司	向产业链上下游合作伙伴提供供应链金融服务
2	2016/3/10	公司与星港联合有限公司签署《股权转让协议》，以人民币 17500 万元收购宏劲印务 33%股权	利于公司在电子产品、信息智能包装领域的业务拓展
3	2016/3/16	公司以自有资金出资人民币 2000 万元设立全资子公司深圳前海蓝莓文化传播有限公司	利于强化公司文化创意板块
4	2016/4/25	公司与天津长荣印刷设备股份有限公司（长荣股份）于 2016 年 4 月 22 日签署了《战略合作协议》	合作将主要从共同研发和互相优先采购两方面进行
5	2016/5/27	公司以人民币 19200 万元收购中昂实业持有吉星印务 60%股权、以人民币 3200 万元收购伟岩投资持有吉星印务 10%股权	填补公司在东北烟标市场的空白，提高市场规模和占有率
6	2016/6/14	公司与亚东复星瑞哲安泰发展有限公司（复星安泰）签署了《深圳劲嘉集团股份有限公司与亚东复星瑞哲安泰发展有限公司之战略合作协议》，同时，双方于 2016 年 6 月 13 日签署了《附条件生效的股份认购合同》，复星安泰拟认购劲嘉股份采用非公开发行方式发行的 A 股股票	有助于增强公司资本实力，优化公司的治理架构和股权结构，为大包装大健康战略目标实现提供宝贵经验
7	2016/8/9	公司与腾丰国际共同出资设立劲嘉集团（香港森洋）有限公司，注册资本 5000 万港元，公司持有 51%股权	加快布局海外包装市场
8	2016/9/28	公司向全资子公司江苏顺泰包装印刷科技有限公司增资 570 万美元	满足其经营发展的需要
9	2016/12/9	公司与中电光谷、北汽集团、上汽集团的创投基金平台、波导股份等多方共同出资设立“华大北斗”深圳华大北斗科技有限公司，注册资本 40000 万元，公司持有 10%股权	本次参股出于将新型技术在包装领域的应用，以及最终推动大包装业务转型升级的考虑
10	2016/12/20	公司将宏声印务 20%表决权委托予宏声集团行使	出于维护客户关系稳定的需要
11	2017/02/28	公司与王维先生合资设立子公司深圳劲嘉健康产业管理有限公司	推进大健康战略需要

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司业务收入中烟标业务占比近九成且相对稳定，是收入和利润的主要来源。镭射包装材料和其他(包括其他包装印刷业务)近年来毛利呈上升趋势，贡献逐渐增大。2016年公司收入全部在境内实现，其中烟标实现收入24亿元，同比增长0.4%；镭射包装材料实现收入4.7亿元，同比减少-5.8%。镭射包装材料业务近年来较快发展得益于公司2008年收购中丰田光电科技有限公司向上延伸产业链，镭射包装材料不仅具有新颖、亮丽的外观效果，同时还具有高技术防伪功能，是世界包装印刷业中的前沿技术产品，广泛应用于食品、药品、日化用品、烟酒、服装、礼品包装以及装饰材料等行业，2008-2016年公司该项业务收入CAGR达到35%；其他业务收入占比贡献增加主要得益于公司布局其他包装印刷领域和拓展客户，公司的其他包装印刷主要面向电子消费品、食品等市场规模大和发展前景好的行业，2011-2015年其他业务收入CAGR达到26%。在烟标业务受卷烟行业去库存压力持续的不利影响下，我们继续看好公司未来镭射包装材料和非烟标包装印刷业务的成长性。

图9： 公司各项业务收入占比



资料来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2017年烟标行业机遇与挑战并存，消费升级带动产业升级，大健康时代的到来将成为公司经营环境主旋律。对此，公司制定的重点经营计划包括：继续保持在烟标行业的领先地位；大力推进互联网+、RFID传感技术、物联网、大数据等新技术在包装产品领域的深度应用；以医疗服务和生物为切入点，以子公司劲嘉健康为发展大健康产业的平台，通过包括但不限于与专业机构合作、投资并购、自建、参股等方式不断拓宽大健康产业的投资路径，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；积极推进定增项目，与复星安泰战略合作内容包括大包装产业链上产品和应用范围的延伸，大健康领域的共同投资以及大包装、大健康领域的全球化产业拓展、业务合作；开展供应链管理服务，向上下游企业提供供应链金融服务；独立运营创意设计板块，强化品牌文化创意、结构设计、数字营销等方式，实现设计端的智能化；寻找优质的项目资源，通过采取产业并购等手段，实现内外资源整合。

其中，2016年公司拟非公开发行股票募集不超过16.5亿元以投入大包装项目，目前已获得证监会发审委通过，但尚未收到证监会的书面核准文件。此次非公开发行股票将扩大公司包装产能、实现智能包装的升级以及引入战略投资者复星安泰，预计将强有力地推动公司大包装大健康战略目标的实现。

表 2: 劲嘉股份非公开发行股份募投项目及新增产能情况

序号	项目名称		项目投资金额 (万元)	使用募集资金金额 (万元)	新增产能
1	基于 RFID 技术的智能物联运营支撑系统项目		52200	52200	
2	贵州省食品安全(含药品保健品)物联网与大数据营销溯源平台项目		39290	18174	21 亿个食品及药品等包装袋、1.5 万吨包装材料的大包装生产线
3	新型材料精品包装及智能化升级项目	劲嘉新型材料精品包装项目	51928.6	38427	新型材料包装 22000 万个
		劲嘉智能化包装升级项目	15140	15140	
		江苏新型材料精品包装及智能化升级技术改造项目	8322.24	8322.24	社会化精品包装 8000 万个
		安徽新型材料精品包装及智能化升级项目	7981.96	7981.96	社会化精品包装 6500 万张
		贵州新型材料精品包装及智能化升级项目	9582.72	9582.72	社会化精品包装 6500 万个
		小计	92955.52	79453.92	
4	包装技术研发中心项目		15392	15172.08	
合计			199837.52	165000	

资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 劲嘉股份非公开发行股份募投项目说明及实施主体情况

序号	项目名称		项目说明	实施主体
1	基于 RFID 技术的智能物联运营支撑系统项目		本项目将建成 RFID 嵌入式包装的物联网支持系统, 建设完善智能包装信息服务中心, 建设寻址及个性化定制系统以及垂直物联网系统, 同时也将建设配套的 RFID 包装功能线下体验中心及 RFID 嵌入包装技术的研发中心。	上市公司
2	贵州省食品安全(含药品保健品)物联网与大数据营销溯源平台项目		本项目拟投产以食盐包装、药品包装为基础的智能包装产品, 通过二维码、RFID、柔性数码印刷等技术在包装产品上的应用, 实现包装产品智能化, 并研发生产新型软包装材料, 建设电子标签、智能包装和新型包装材料生产基地。	贵州瑞源
3	新型材料精品包装及智能化升级项目	劲嘉新型材料精品包装项目	本项目在公司现有产能基础上, 进一步增加新型材料精品包装产品, 包括电子产品包装、化妆品包装、消费类产品个性化定制包装及精品卷烟外包装等精品包装产品的产能, 一方面实现产业链拓展和延伸, 另一方面提升公司精品包装产品的市场覆盖, 推动公司包装业务向创新化和精品化方向发展。	上市公司
		劲嘉智能化包装升级项目		上市公司
		江苏新型材料精品包装及智能化升级技术改造项目		江苏顺泰
		安徽新型材料精品包装及智能化升级项目		安徽安泰
		贵州新型材料精品包装及智能化升级项目		贵州劲嘉
4	包装技术研发中心项目		本项目将对原工业园的场地进行装修, 建设安装、打样及测试生产线, 建设检测中心, 购置研发专用设备和软件等。本次拟建设的研发中心未来将从事嵌入数字水印的可变二维码安全防伪技术、温控智能包装标签技术、智能化高动态数字复制技术及透明珍珠光学介质硫化锌转移包装材料等项目的研发工作, 可提高公司现有包装印刷产品的技术水平。	上市公司

资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

预计2017-2019年归属上市公司股东净利润为6.64/7.78/9.21亿元，分别对应19/17/14倍PE。我们看好烟标包装龙头在卷烟客户拓展、产业链纵向并购整合方面的优势以及在多元化业务结构和跨产业布局方面的进展，上调为“买入”评级。

四、风险提示

下游烟草行业景气情况对烟标产业有重要影响；原材料价格波动影响公司利润；大包装、大健康业务推进存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1894	2457	2306	2888	3767
货币资金	571	786	715	1087	1692
应收及预付	884	1002	1006	1143	1322
存货	410	635	586	658	753
其他流动资产	29	34	0	0	0
非流动资产	3471	4223	4615	5044	5386
长期股权投资	535	44	44	44	44
固定资产	1301	2006	2450	2816	3103
在建工程	287	209	209	209	209
无形资产	1117	1710	1751	1815	1869
其他长期资产	231	255	161	161	161
资产总计	5365	6681	6921	7932	9152
流动负债	968	1804	1381	1557	1781
短期借款	55	296	0	0	0
应付及预收	903	1463	1381	1557	1781
其他流动负债	10	45	0	0	0
非流动负债	10	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	50	0	0	0
负债合计	978	1854	1381	1557	1781
股本	1315	1315	1315	1315	1315
资本公积	326	250	250	250	250
留存收益	2615	2991	3655	4433	5354
归属母公司股东权	4163	4509	5173	5951	6872
少数股东权益	225	318	367	425	499
负债和股东权益	5365	6681	6921	7932	9152

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	800	918	919	990	1199
净利润	789	638	713	836	996
折旧摊销	143	197	273	353	433
营运资金变动	-14	137	62	-41	-58
其它	-119	-53	-130	-157	-172
投资活动现金流	-444	-515	-553	-618	-593
资本支出	-212	-343	-678	-756	-745
投资变动	-230	-179	125	138	152
其他	-1	7	0	0	0
筹资活动现金流	-426	-217	-437	0	0
银行借款	31	320	-296	0	0
债券融资	-317	-166	-53	0	0
股权融资	14	0	0	0	0
其他	-154	-372	-88	0	0
现金净增加额	-70	186	-71	372	606
期初现金余额	619	571	786	715	1087
期末现金余额	549	757	715	1087	1692

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	17.1	2.1	10.6	13.7	15.6
营业利润增长	28.7	-19.0	13.5	17.2	19.4
归属母公司净利润增长	24.6	-20.8	16.3	17.2	18.4
获利能力(%)					
毛利率	45.9	41.3	41.1	41.8	42.4
净利率	29.0	23.0	23.2	23.9	24.7
ROE	17.3	12.7	12.8	13.1	13.4
ROIC	21.5	12.8	13.3	13.9	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	18.2	27.8	20.0	19.6	19.5
净负债比率	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
流动比率	1.96	1.36	1.67	1.86	2.11
速动比率	1.52	1.00	1.23	1.42	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.46	0.45	0.47	0.47
应收账款周转率	5.29	3.78	3.78	3.78	3.78
存货周转率	3.32	3.09	3.09	3.09	3.09
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.43	0.50	0.59	0.70
每股经营现金流	0.61	0.70	0.70	0.75	0.91
每股净资产	3.16	3.43	3.93	4.52	5.22
估值比率					
P/E	28.0	24.0	19.5	16.6	14.0
P/B	4.9	3.0	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	21.2	16.3	12.5	10.2	8.0

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2720	2777	3072	3493	4040
营业成本	1471	1629	1809	2033	2325
营业税金及附加	30	37	41	46	53
销售费用	83	88	97	110	127
管理费用	351	406	423	496	565
财务费用	-1	6	21	11	4
资产减值损失	25	28	16	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	100	114	125	138	152
营业利润	861	698	792	928	1108
营业外收入	56	33	26	30	33
营业外支出	12	4	4	4	4
利润总额	906	727	815	954	1137
所得税	117	89	102	118	141
净利润	789	638	713	836	996
少数股东损益	69	67	49	58	75
归属母公司净利润	721	571	664	778	921
EBITDA	928	814	976	1161	1402
EPS(元)	0.55	0.43	0.50	0.59	0.70

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。