

劲嘉股份(002191)

烟标行业企稳，精品包装进入爆发期 增持(首次)

2017年08月20日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
010-66573557
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001
tangji@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,776.95	3,046.25	3,643.00	4,262.88
同比(%)	2.09	9.70	19.59	17.02
净利润(百万元)	570.72	657.21	800.67	938.39
同比(%)	-20.81	15.15	21.83	17.20
毛利率(%)	41.33	41.50	42.10	42.60
ROE(%)	12.43	13.21	14.72	15.41
每股收益(元)	0.43	0.50	0.61	0.72
P/E	21.69	18.84	15.46	13.19
P/B	2.76	2.57	2.16	1.92

投资要点

■ **公司发布 2017 年中报:** 2017 上半年, 公司实现营业收入 14.22 亿元, 同比增长 9.27%; 归母净利润 3.03 亿元, 同比减少 13.92%; 扣非净利润 2.89 亿元, 同比增长 18.07% (主要是由于 16 年 Q1 公司合并重庆宏声时其股权价值大于账面投资成本而产生公允价值收益 1.1 亿元)。其中, Q2 单季度实现营业收入 6.69 亿元, 同比基本持平; 归母净利润 1.27 亿元, 同比增长 11.47%; 扣非净利润 1.22 亿元, 同比增长 10.9%。同时, 公司预告 2017 年前三季度归母净利润 3.97-5.29 亿元, 同增-10%-20%; 扣非净利润较去年同期增加 0%-30%。

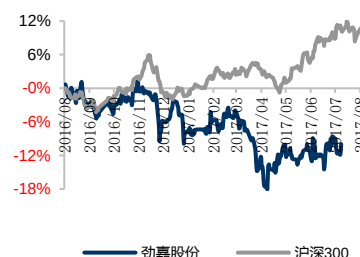
■ **烟草行业企稳, 公司收入增长符合预期:** 15-16 年烟草行业大幅下滑, 烟标产业经历了两年的低谷期。17 年年初中烟局公布年度目标为: 卷烟生产计划 4730 万箱 (+0.4%), 利税总额 11000 亿元 (+2%)。上半年行业合计销售卷烟 2475 万箱, 同比增长 1.6%, 实现利税总额 5929 亿元, 产销及利税均完成过半目标, 烟草行业大环境向好。因此, 在重庆宏声和重庆宏劲不纳入合并报表的条件下, 公司实现总收入 14.22 亿, 同增 9.27% (重庆宏声 2016 年合计实现收入 3.85 亿)。

表 1: 劲嘉股份对宏声印务、宏劲印务持股、表决权变化及影响

时间	事件	持股比例	表决权比例	对报表影响
2011 年 12 月	收购宏声印务 57% 股权	对宏声印务持股比例 57% (对宏劲印务间接持股 67%)	47% (将 10% 表决权托给宏声集团)	权益法核算
2013 年 6 月	收购宏声印务 9% 股权	对宏声印务持股比例 66%	表决权比例 47% (将 9% 表决权托给宏声集团)	权益法核算
2016 年 1 月	收回宏声印务 19% 表决权	对宏声印务持股比例 66%	表决权 66%, 合并宏声印务及其控股子公司宏劲印务报表	并入报表, 商誉增加 3.18 亿元
2016 年 5 月	收购宏劲印务 33% 股份	对宏劲印务直接持股 33%, 通过宏声印务间接持股 67%		冲减资本公积 7613 万元
2017 年 1 月	与宏声集团签署战略合作协议, 委托宏声印务 20% 表决权, 有效期三年		表决权 46%, 不再并入宏声印务及其控股子公司宏劲印务报表	商誉减 3.18 亿元, 资本工资加 7613 万元

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.48
一年最低/最高价	8.54/10.80
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	12,348

基础数据

每股净资产(元)	3.48
资产负债率(%)	24.82
总股本(百万股)	1,306
流通 A 股(百万)	1,303

相关研究

- **烟标主业复苏，江苏贵州子公司业绩喜人：**报告期内，虽然重庆宏声和重庆宏劲不纳入合并报表，公司烟标业务仍录得收入 11.62 亿（+4.83%），烟标主业复苏；毛利率 44.51%（+1.87 pct），说明其烟标产品具有一定议价能力。具体拆分烟标重要子公司情况：（1）全资子公司贵州劲嘉 2017H1 实现收入 1.43 亿，净利润 4004 万（2016 年全年收入 1.60 亿，净利润 5058 万）；（2）控股 52% 的安徽安泰 2017H1 实现收入 2.13 亿，净利润 7961 万（2016H1 收入 2.07 亿，净利润 7067 万）；（3）控股 35% 的江苏劲嘉 2017H1 实现收入 2.33 亿，净利润 7832 万（2016 H1 收入 1.38 亿，净利润 4249 万）。这充分表明在行业企稳的大背景下，子公司的经营情况向好。
- **大包装业务进入加速扩张期：**报告期内，公司镭射包装材料收入 2.7 亿，同增 31.18%；彩盒收入 1.12 亿，同增 75.02%，为电子产品、食药、化妆品等提供的精品大包装业务开始放量。公司从 2008 年提出精品包装思路，近年大力拓展大包装业务，分别于 2014 年建成重庆基地；2015 年和 2016 年下半年落地深圳一期、二期项目。目前公司新型材料精品包装项目累计投入额 2.85 亿，项目进入 54.64%，预计将为公司今后年非烟标包装业务提供产能支持，公司大包装业务进入加速扩张期。
- **毛利率同比提升，管理费用率大幅优化：**报告期内公司综合毛利率为 44.73%，较去年同期 42.64% 上升 2.09 pct。其中 Q1 综合毛利率 43.73%（-2.06 pct），Q2 综合毛利率为 45.86%（+6.18 pct）。上半年公司三费率合计 15.21%，较去年同期 17.21% 下降 2 pct。其中，销售费用率 2.92%（+0.4 pct）、管理费用率 11.84%（2.8 pct）、财务费用率 0.45%（-0.05 pct）。受益于精细化管理，公司管理费用率显著优化。
- **经营性现金流向好，存货小幅增长，应收账款周转率提升：**公司上半年经营活动产生的现金流量净额 3.79 亿元，较去年同期同比增长 23.76%。存货 5.03 亿元，较去年同期同比增长 13.54%，预计系进行上游原材料增加所致，也因此导致存货周转天数略有上升至 130 天。此外，公司应收账款周转天数下降约 10 天至 102.7 天，应收账款周转效率提升。
- **非公开发行获批，精品包装业务进入爆发期：**此前，公司非公开发行项目获批，发行价格 8.74 元/股，募集资金总额不超过 16.5 亿元，用于大包装项目建设（5.22 亿用于智能物联运营支撑系统项目、3.93 亿元贵州省食品安全物联网与大数据营销溯源平台项目、9.30 亿元用于新型材料精品包装及智能化升级项目、1.54 亿元用于包装技术研发中心项目）。其中，复兴安泰认购 12 亿元，占本次非公开发行比例的 72.72%；劲嘉创投（董事长控股 90%）认购 2 亿元，占比 12.12%。通过本次非公开发行，劲嘉引入战略合作伙伴复星，预计将为公司在大包装领域的发展和布局提供全球化资源。
- **未来看点在大包装，医疗布局逐步完善：**在 2017 年烟草大行业触底回暖及三产剥离加速的背景下，公司烟标主业大概率将实现企稳，叠加川渝中烟拆分完毕、重庆宏声业绩逐渐恢复，预计将为公司带来一定业绩增量；大包装领域，公司深圳二期厂房已经投入生产，产能瓶颈被打破，随着三产剥离进度加快，精品包装业务预计进入爆发期；此外，公司明确医疗作为公司第二主业，成功引入战投复星，并于报告期内成立深圳健康管理、广州健康产业投资子公司，在医疗领域布局逐步完善。
- **盈利预测及投资建议：**预计 17 年、18 年公司归母净利润同比增长 15.2%、21.8%，至 6.6 亿、8.0 亿元，当前市值对应 19x、15xPE。考虑到目前烟标行业处于底部，给予“增持”评级。

劲嘉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万 元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,457.2	1,878.7	2,753.7	3,598.4	营业收入	2,777.0	3,046.2	3,643.0	4,262.9
货币资金	786.1	474.2	929.9	1,382.2	营业成本	1,629.3	1,782.1	2,109.3	2,446.9
应收款项	927.2	676.1	943.0	1,188.5	营业税金及附加	36.7	35.2	43.4	52.1
存货	634.8	583.7	741.0	867.6	销售费用	87.6	145.8	162.9	190.6
其他	109.2	144.7	139.8	160.1	管理费用	406.3	444.3	533.6	623.5
非流动资产	4,223.4	4,076.7	4,046.1	4,013.0	财务费用	5.8	2.3	-16.8	-26.8
长期股权投资	43.7	762.0	762.0	762.0	投资净收益	114.1	173.3	182.0	209.2
固定资产	2,006.3	1,731.1	1,708.8	1,682.2	其他	5.0	83.9	63.1	50.7
无形资产	376.3	298.6	295.6	299.5	营业利润	697.6	797.3	975.6	1,165.1
其他	1,797.1	1,285.0	1,279.7	1,269.2	营业外净收支	29.3	47.4	56.0	45.4
资产总计	6,680.7	5,955.4	6,799.8	7,611.4	利润总额	726.9	844.7	1,031.6	1,210.5
流动负债	1,804.0	1,417.4	1,658.2	1,761.2	所得税费用	89.0	110.2	136.7	161.7
短期借款	295.9	295.9	215.5	269.1	少数股东损益	67.2	77.3	94.2	110.4
应付款项	916.3	780.9	1,053.3	1,074.5	归属母公司净利 润	570.7	657.2	800.7	938.4
预收账款	9.3	11.0	13.3	15.2	EBIT	653.8	674.1	837.2	1,001.8
其他	582.5	329.5	376.2	402.5	EBITDA	847.6	486.8	935.5	1,102.3
非流动负债	65.0	29.9	33.0	37.7	重要财务与估值 指标				
长期借款	-	-	-	-		2016	2017E	2018E	2019E
其他	65.0	29.9	33.0	37.7	每股收益(元)	0.43	0.50	0.61	0.72
负债总计	1,869.0	1,447.2	1,691.2	1,798.9	每股净资产(元)	3.42	3.69	4.39	4.93
少数股东权益	317.9	317.9	317.9	317.9	发行在外股份 (百万股)	1315.50	1306.05	1306.05	1306.05
归属母公司股东权 益	4,493.8	4,820.2	5,738.6	6,442.4	ROIC (%)	11.23%	10.79%	12.20%	12.93%
负债和股东权益总计	6,680.7	5,955.4	6,799.8	7,611.4	ROE (%)	12.43%	13.21%	14.72%	15.41%
现金流量表 (百 万元)					毛利率 (%)	41.33%	41.50%	42.10%	42.60%
经营活动现金流净额	918.2	309.4	704.7	576.7	EBIT Margin (%)	23.55%	22.13%	22.98%	23.50%
投资活动现金流净额	-514.9	-225.6	-50.5	-54.7	销售净利率 (%)	22.97%	24.11%	24.56%	24.60%
筹资活动现金流净额	-221.1	-299.8	-198.4	-69.7	资产负债率 (%)	27.98%	13.72%	15.61%	15.36%
现金净增加额	185.8	-216.0	455.8	452.3	收入增长率 (%)	2.09%	9.70%	19.59%	17.02%
折旧与摊销	193.7	-187.3	98.3	100.4	净利润增长率 (%)	-20.81%	15.15%	21.83%	17.20%
资本开支	361.5	75.4	76.7	74.3	P/E	21.7	18.8	15.5	13.2
营运资本变动	136.6	-46.2	-88.9	-346.7	P/B	2.8	2.6	2.2	1.9
企业自由现金流	1,265.6	428.1	812.4	696.0	EV/EBITDA	15.9	26.1	13.4	11.0

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

