

劲嘉股份(002191)

行业趋势向上，增长环比提速 增持(维持)

2017 年 10 月 25 日

投资要点

■ **公司发布三季报：**前三季度实现营业收入 21.0 亿元，同比增长 10.73%；归母净利润 4.35 亿元，同比减少 1.24%；扣非净利润 4.21 亿元，同比增长 28.41%（归母净利润负增长的原因在于 16 年 Q1 公司合并重庆宏声时，由于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，Q3 单季度实现营业收入 6.78 亿元，同比增长 13.93%；归母净利润 1.32 亿元，同比增长 48.97%；扣非净利润 1.31 亿元，同比增长 59.10%。同时，公司预告 2017 年全年归母净利润区间为 5.71-7.42 亿元，同比增速约为 0%-30%。

■ **烟标主业复苏，精品包装放量，收入增长提速：**在经历 15-16 年低谷后，上半年烟草行业实现企稳（销售卷烟 2475 万箱，同比增长 1.6%）。三季度尤其是 9 月份进入旺季以来，烟草业持续回暖，7-9 月卷烟产量同比增速分别为-3.2%、0.9%、10.4%，带动上游烟标行业复苏。在重庆宏声和重庆宏劲自年初起不再纳入合并报表的前提下，劲嘉 Q3 单季实现收入增长 13.93%（预计剔除重庆宏声及重庆宏劲出表影响单季收入增速 30%+）。收入增长主要来自于两个方面：1、受益于行业向好，公司江苏、安徽、上海子公司收入增长情况良好，叠加高端产品细支烟的销售情况超预期，预计烟标主业在去年低基数的基础上实现 10%+的收入增速达到 6.2 亿；2、精品包装业务放量，预计收入同比实现翻番增长。

■ **毛利率同比提升，管理费用率持续压缩，盈利略超预期：**Q3 单季公司销售毛利率达到 44.53%，同比大幅提升 3.47pct，预计是由于高端产品占比提升所致。Q3 单季公司三费率合计 18.03%（同减 4.12pct），其中销售费用率 3.60%（同增 0.18pct）、管理费用率 13.73%（同减 4.4pct）、财务费用率 0.70%（同增 0.10pct）。受益于精细化管理，公司管理费用率大幅优化，经营效率提升。相对应，Q3 单季公司销售净利率达到 24.26%，同比提升 7.31pct，盈利增长略超预期。预计随着未来公司精品包装业务自动化水平提升、定增募集资金到账，未来公司管理、财务费用率仍有进一步压缩空间。

■ **经营性现金流良好，存货小幅增长，应收账款周转效率持续提升：**报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额 6.03 亿元，较去年同期同比增长 38.62%，表现较好。公司期末存货 6.07 亿元，较去年同期同比增长 13.88%，预计和上游原料以及旺季备货有关，也因此导致存货周转天数略有上升至 144 天。此外，公司应收账款控制良好，应收账款周转天数下降约 10 天至 95.12 天，应收账款周转效率持续提升。

■ **引入战投复兴，大包装增长具有看点：**立足于大包装战略，公司持续推进精品包装的智能化进程，计划非公开发行股票 16.5 亿进行相关项目建设，项目已经获批。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。未来随着三产剥离持续推荐，公司精品包装产能建设陆续投放，精品包装业务将进入爆发期。

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

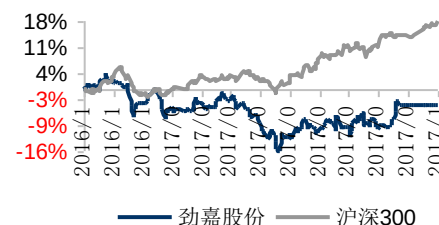
证券分析师 汤军

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.02
一年最低/最高价	10.97/11.15
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	14,354

基础数据

每股净资产(元)	3.59
资本负债率(%)	23.26
总股本(百万股)	1,306
流通 A 股(百万股)	1,302

相关研究

1. 劲嘉股份：烟草行业触底企稳，烟标龙头重新起航
-20171016
2. 劲嘉股份：烟标行业企稳，精品包装进入爆发期
-20170821

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 30.58 亿、34.48 亿、36.89 亿，同比增速为 10.14%、12.72%、7.01%，归母净利润分别为 6.63 亿、7.89 亿、8.81 亿，同比增速为 16.11%、19.13%、11.62%，对应 EPS 分别为 0.51、0.60、0.67 元。公司当前市值对应的 PE 值为 21.72X、18.23X、16.33X，考虑定增摊薄，公司当前市值对应 PE 为 24.21X、20.34X、18.22X。考虑到行业触底企稳，且公司具有较大的向上弹性，给予“增持”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格波动、烟草行业复苏不及预期风险。

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	2,457.25	2,067.49	2,496.43	3,308.73	营业收入	2,776.95	3,058.46	3,447.64	3,689.39
货币资金	786.10	632.23	869.88	1,450.55	营业成本	1,629.26	1,780.02	1,965.16	2,066.06
应收款项	927.15	682.56	849.72	994.97	营业税金及附加	36.72	35.30	41.10	45.11
存货	634.81	588.57	665.12	727.11	营业费用	87.56	146.36	154.18	164.98
其他	109.18	164.12	111.71	136.10	管理费用	406.29	446.10	504.99	539.63
非流动资产	4,233.43	4,148.04	4,237.59	4,310.95	财务费用	5.77	6.83	-11.88	-24.73
长期股权投资	43.75	762.00	762.00	762.00	投资净收益	114.07	173.29	181.99	209.25
固定资产	2,006.26	1,731.06	1,796.08	1,845.41	其他	5.05	83.91	63.08	50.68
无形资产	376.28	298.58	295.63	299.55	营业利润	697.59	804.46	960.97	1,090.36
其他	1,797.14	1,356.39	1,383.88	1,403.99	营业外净收支	29.35	47.40	55.98	45.40
资产总计	6,680.68	6,215.53	6,734.02	7,619.68	利润总额	726.93	851.85	1016.95	1135.76
流动负债	1,803.97	1,658.40	1,581.74	1,801.72	所得税费用	89.05	111.22	134.60	150.84
短期借款	295.87	450.00	266.93	337.60	少数股东损益	67.16	77.98	92.90	103.70
应付账款	916.28	863.75	922.76	1,044.92	归属母公司净利润	570.72	662.65	789.45	881.22
预收账款	9.27	11.12	11.87	12.73	EBIT	653.85	685.97	823.32	918.72
其他	582.55	333.54	380.19	406.47	EBITDA	847.58	498.67	924.37	1,024.27
非流动负债	65.00	44.90	47.98	52.74					
长期借款	-	-	-	-					
其他	65.00	44.90	47.98	52.74					
负债总计	1,868.97	1,703.31	1,629.72	1,854.46					
少数股东权益	317.90	317.90	317.90	317.90					
归属母公司股东权益	4,493.80	4,824.31	5,734.31	6,395.22					
负债和股东权益总计	6,680.68	6,215.53	6,734.02	7,619.68					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	918.19	372.13	713.89	782.20	每股收益(元)	0.43	0.51	0.60	0.67
投资活动现金流	(514.94)	(396.91)	(173.34)	(166.32)	每股净资产(元)	3.42	3.69	4.39	4.90
筹资活动现金流	(221.13)	(33.14)	(302.91)	(35.22)	发行在外股份(百万股)	1315.50	1306.05	1306.05	1306.05
现金净增加额	185.76	(57.91)	237.65	580.67	ROIC(%)	11.23%	10.67%	11.90%	11.83%
折旧和摊销	193.74	(187.31)	101.04	105.55	ROE(%)	12.43%	13.31%	14.52%	14.53%
资本开支	361.49	246.80	199.56	185.83	毛利率(%)	41.33%	41.80%	43.00%	44.00%
营运资本变动	136.61	5.96	(75.70)	(86.08)	EBIT Margin(%)	23.55%	22.43%	23.88%	24.90%
企业自由现金流	1265.60	661.87	939.25	1001.99	销售净利率(%)	22.97%	24.22%	25.59%	26.70%
					资产负债率(%)	27.98%	17.27%	14.85%	16.07%
					收入增长率(%)	2.09%	10.14%	12.72%	7.01%
					净利润增长率(%)	-20.81%	16.11%	19.13%	11.62%
					P/E	25.22	21.72	18.23	16.33
					P/B	3.20	2.98	2.51	2.25
					EV/EBITDA	18.26	29.75	15.71	13.83

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>