

劲嘉股份(002191)

茅台合作事宜落地，精品包装渐入佳境 增持(维持)

2017年12月24日

证券分析师 马莉

执业证书编号:

S0600517050002

01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号:

S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

研究助理 林瑶

liny@dwzq.com.cn

投资要点

■ **事件:** 12月24日，公司公告与贵州茅台技开司签署战略合作协议，双方各自下属子公司及分支机构均以对方为优先合作伙伴，在包装业务、技术等方面进行合作。同时，公司公告三个股权收购事宜，具体包括拟以现金2.26亿元收购申仁包装29%的股权；全资子公司中华烟草拟以现金9612万元收购香港润伟30%的股权；公司拟以现金5340万元收购上海丽兴100%的股权。其中，香港润伟、上海丽兴并无实际经营，主要投资上海仁彩，分别持有上海仁彩60%、10%的股权，收购完成后公司将持有上海仁彩28%的股权。上海仁彩持有申仁包装49%股权，交易完成后公司将直接和间接合计持有申仁包装35%的股权。

■ **战略合作切入茅台酒标市场。**茅台技开司是中国贵州茅台酒厂下属子公司，重点产品包括茅台醇、天朝上品等，其中天朝上品市场反响突出。公司和茅台技开司签署战略合作协议，核心在于未来劲嘉将优先承接茅台产品配套酒包以及相关业务。此外，公司还将和茅台技开司形成长期合作关系，在产品技术、包装业务、创意设计、供应链管理领域相互协同。

■ **收购标的公司是茅台包装核心供应商。**公司拟以现金2.26亿元收购申仁包装29%的股权。申仁包装2016年营业收入2.81亿元，净利润6029.74万元；2017年前三季度营业收入1.38亿元，净利润3430.02万元。此次收购对应2016年对价12.9X。根据双方协议，申仁包装2018-2020年的承诺业绩为每年净利润不少于20%的增长，即2018-2020年净利润目标业绩7200万、8640万、1.04亿。此外，公司拟以现金9612万元、5340万元收购香港润伟、上海丽兴30%、100%的股权，交易完成后合计持有上海仁彩28%的股权。上海仁彩2016年营业收入1.49亿元，净利润6146万元；2017年营业收入1.42亿元，净利润3718万元。

■ **加速拓展精品客户，酒标业务进入爆发期。**本次交易的关联公司上海仁彩是一家成立于2002年的中外合资企业，主要经营高品质包装产品，产品涵盖酒品外包装、药品外包装等，长期作为贵州茅台、天皇药业、先正达等企业的包装产品供应商，交易前持有交易标的申仁包装49%的股权。标的公司申仁包装成立于2010年，是茅台技开司控股子公司，主要产品包括茅台53度包装彩盒、外包装纸箱、手提袋和酒标，客户以贵州茅台酒股份有限公司为主。目前申仁包装是飞天茅台的唯一酒包供应商，且陆续拓展茅台其他系列品种的相关酒包产品，随着茅台业务的持续发展增长值得期待。

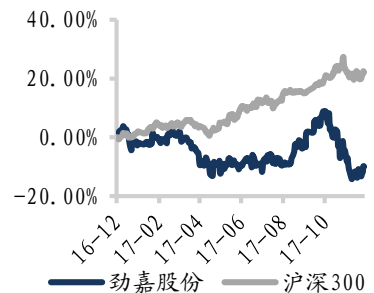
■ **收购标的具良好协同效应，社会化大包装渐入佳境。**除主营业务烟标外，公司从2008年提出拓展精品包装思路，近年大力发展社会化大包装。通过此次收购，公司精品包装业务再下一城。劲嘉得以在迅速拓展快消品类业务及优质客户资源的同时，提高酒类包装业务收入占比，提升社会化包装产品的市场份额。在生产工艺方面，申仁包装的股东之一茅台技开司在白酒技术研发经营、包装印刷方面具有丰富经验，公司与之进行对接将有利于双方包装产品技术升级。劲嘉社会化大包装进入加速发展时期。

■ **烟草行业复苏+产品结构高端化夯实主业，成长路径明确。**公司确立“大包装+大健康”战略，我们预计到2020年实现百亿收入规模。其中，烟标主业在2017年烟草大行业触底回暖及三产剥离加速的背景下表现优异，产品结构持续高端化；精品包装随着精品烟盒及酒、电子客户的拓展进入爆发期；医疗业务方面随着定增落地引入战投复星，布局将逐渐完善。

■ **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30.25亿、34.48亿、37.26亿，同比增速为8.93%、13.97%、8.07%；归母净利润分别为6.62亿、7.89亿、8.87亿，同比增速为20.97%、19.18%、8.76%，对应EPS分别为0.44、0.53、0.59元，当前市值对应PE为20.7X、17.4X、15.5X。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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.19
一年最低/最高价	8.48/11.22
市净率(倍)	2.56
流通A股市值	11,975
(百万元)	

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)	1,495
流通A股(百万)	1,303

相关研究

1. 行业趋势向上，增长环比提速 -20171026
2. 劲嘉股份：烟草行业触底企稳，烟标龙头重新起航 -20171016
3. 劲嘉股份：烟标行业企稳，精品包装进入爆发期 -20170821

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	2457.25	2041.83	2521.58	3306.54	营业收入	2776.95	3024.96	3447.64	3726.02
货币资金	786.10	638.13	863.46	1447.41	营业成本	1629.26	1754.48	1965.16	2086.57
应收款项	927.15	664.93	867.35	995.66	营业税金及附加	36.72	34.91	41.10	45.56
存货	634.81	575.17	678.52	727.53	销售费用	87.56	144.76	154.18	166.62
其他	109.18	163.59	112.24	135.94	管理费用	406.29	441.22	504.99	544.98
非流动资产	4223.43	4147.59	4237.59	4311.43	财务费用	5.77	6.66	(11.69)	(24.63)
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	2006.26	1731.06	1796.08	1845.41	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	803.88	960.46	1098.93
其他	1797.14	1355.95	1383.88	1404.47	营业外净收支	29.35	47.40	55.98	45.40
资产总计	6680.68	6189.42	6759.17	7617.98	利润总额	726.93	851.27	1016.44	1144.33
流动负债	1803.97	1632.63	1607.51	1795.73	所得税费用	89.05	111.14	134.53	152.09
短期借款	295.87	450.00	266.93	337.60	少数股东损益	67.16	77.93	92.85	104.47
应付款项	916.28	838.20	948.30	1038.91	归属母公司净利润	570.72	662.21	789.06	887.77
预收账款	9.27	10.89	12.09	12.75	EBIT	653.85	684.51	823.32	927.84
其他	582.55	333.54	380.19	406.47	EBITDA	847.58	497.20	924.37	1033.39
非流动负债	65.00	44.90	47.98	52.74	重要财务与估值指标				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2016	2017E	2018E	2019E
其他	65.00	44.90	47.98	52.74	每股收益 (元)	0.43	0.44	0.53	0.59
负债总计	1868.97	1677.54	1655.49	1848.47	每股净资产 (元)	3.42	3.23	3.84	4.28
少数股东权益	317.90	317.90	317.90	317.90	发行在外股份 (百万股)	1315.50	1494.83	1494.83	1494.83
归属母公司股东权益	4493.80	4823.98	5733.68	6399.51	ROIC (%)	11.23%	10.64%	11.90%	11.94%
负债和股东权益总计	6680.68	6189.42	6759.17	7617.98	ROE (%)	12.43%	13.31%	14.51%	14.63%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率 (%)	41.33%	42.00%	43.00%	44.00%
经营活动现金流净额	918.19	377.38	701.94	788.00	EBIT Margin (%)	23.55%	22.63%	23.88%	24.90%
投资活动现金流净额	(514.94)	(396.47)	(173.79)	(166.80)	销售净利率 (%)	22.97%	24.47%	25.58%	26.63%
筹资活动现金流净额	(221.13)	(32.92)	(302.83)	(37.25)	资产负债率 (%)	27.98%	16.92%	15.17%	15.99%
现金净增加额	185.76	(52.01)	225.33	583.95	收入增长率 (%)	2.09%	8.93%	13.97%	8.07%
折旧与摊销	193.74	(187.31)	101.04	105.55	净利润增长率 (%)	-20.81%	16.03%	19.16%	12.51%
资本开支	361.49	246.36	200.00	186.31	P/E	24.07	20.74	17.41	15.47
营运资本变动	136.61	11.75	(87.28)	(87.23)	P/B	3.06	2.85	2.40	2.15
企业自由现金流	1265.60	665.95	928.12	1009.16	EV/EBITDA	17.49	28.45	15.04	13.07

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>