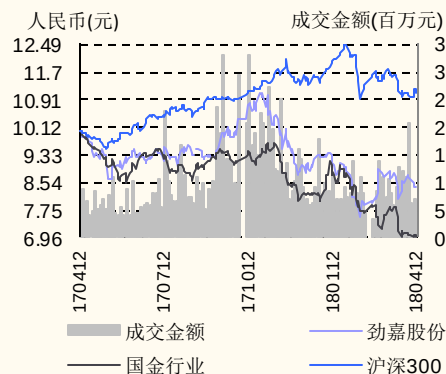


劲嘉股份 (002191.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 8.40 元

非烟标业务具潜质, 大健康发展有实力**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	1303
总市值(百万元)	12600
年内股价最高最低(元)	11.10/7.55
沪深 300 指数	3898.64
上证指数	3180.16

**相关报告**

- 1.《劲嘉股份 2017 年半年报点评-传统主业保持稳定, 大包装和大健康...》, 2017 年 8 月 21 日
- 2.《劲嘉股份 2016 年年报点评-推进产品结构整合优化, 双主业布局...》, 2017 年 4 月 17 日

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.43	0.38	0.44	0.50	0.63
每股净资产(元)	3.42	4.31	4.69	5.11	5.65
每股经营性现金流(元)	0.70	0.55	0.88	0.56	0.66
市盈率(倍)	24	24	19	17	13
行业优化市盈率(倍)	34	37	35	35	35
净利润增长率(%)	-20.81%	0.65%	14.07%	14.93%	24.47%
净资产收益率(%)	12.70%	8.91%	9.35%	9.85%	11.10%
总股本(百万股)	1,315.50	1,494.83	1,494.83	1,494.83	1,494.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年, 公司分别实现营收/营业利润/归母净利润 29.45 亿元/7.89 亿元/5.74 亿元, 同比增长 6.06%/12.98%/0.65%, 实现全面摊薄 EPS0.43 元, 低于市场预期。公司 2017 年分配预案为每 10 股派发现金红利 3.00 元 (含税)。公司预计今年 Q1 净利润同比增长 15%-30%。

经营分析

- **烟草行业回暖烟标收入稳定, 产品结构调整有亮点。**2017 年, 卷烟销量 4,737.8 万箱, 微增 0.78%, 结束此前两年负增长之颓势。受益于此, 公司烟标收入稳定小幅增长 1.41%, 剔除重庆宏声、宏劲烟标收入, 该业务增长 2.06%。烟草行业销量稳定, 但内部产品结构性增长明显, 其中细支烟增长贡献率达 263.5%。在此趋势之下, 公司进行产品结构调整, 细支烟烟标收入虽占比不高, 但却实现 61.96% 的收入增长。未来公司仍将顺应趋势, 持续产品调整, 看好公司在烟草存量市场中, 通过调整提升收入增速。
- **非烟标业务贡献提升, 白酒包装前景良好。**2017 年, 公司推进产品升级, 精品盒业务正逐步崛起, 收入增速 42.65%, 占比提升 2.33pct 至 9.07%。去年公司与茅台技开司签署战略合作协议, 茅台包装将优先考虑申仁包装 (公司持股 29%)、公司及子公司。结合茅台集团的后续规划来看, 2020 年白酒产量将 12 万吨, 龙头产品茅台酒产量达 5 万吨, 对应白酒包装需求充沛, 公司茅台端口业务量提升前景良好。
- **定增引入战投, 利好大健康板块发展。**去年公司定增引入战投复星安泰, 成为第二大股东, 后续将与其深化合作, 开展大健康领域的共同投资及拓展全球化产业、业务。复星集团在大健康领域资源充足、经验丰富, 此次股权合作有利公司大健康业务实现快速发展。

盈利预测与投资建议

- 烟草行业在前期高速增长后, 现正处于“优库存、调结构”阶段, 我们看好公司烟标业务内生和外延同步发展, 我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄 EPS 为 0.44/0.50/0.63 元 (三年 CAGR17.7%), 对应 PE 分为 19/17/13 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- “大包装”新领域发展不达预期; 烟草销量大幅下滑; “大健康”产业拓展不力。

揭力

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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,720	2,777	2,945	3,211	3,631	4,431
增长率	2.1%	6.1%	9.0%	13.1%	22.0%	
主营业务成本	-1,471	-1,629	-1,646	-1,947	-2,195	-2,670
%销售收入	54.1%	58.7%	55.9%	60.6%	60.5%	60.2%
毛利	1,249	1,148	1,299	1,264	1,436	1,762
%销售收入	45.9%	41.3%	44.1%	39.4%	39.5%	39.8%
营业税金及附加	-30	-37	-42	-45	-49	-58
%销售收入	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
营业费用	-83	-88	-105	-106	-116	-137
%销售收入	3.0%	3.2%	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%
管理费用	-351	-406	-391	-443	-490	-585
%销售收入	12.9%	14.6%	13.3%	13.8%	13.5%	13.2%
息税前利润 (EBIT)	785	617	761	670	780	982
%销售收入	28.9%	22.2%	25.8%	20.9%	21.5%	22.2%
财务费用	1	-6	-10	23	27	42
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	-0.7%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	-25	-28	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	100	114	61	80	80	80
%税前利润	11.1%	15.7%	7.7%	10.2%	8.9%	7.1%
营业利润	861	698	789	772	887	1,104
营业利润率	31.7%	25.1%	26.8%	24.1%	24.4%	24.9%
营业外收支	45	29	0	15	15	15
税前利润	906	727	789	787	902	1,119
利润率	33.3%	26.2%	26.8%	24.5%	24.9%	25.3%
所得税	-117	-89	-116	-118	-135	-168
所得税率	12.9%	12.2%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	789	638	673	669	767	951
少数股东损益	69	67	98	14	14	14
归属于母公司的净利润	721	571	574	655	753	937
净利率	26.5%	20.6%	19.5%	20.4%	20.7%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	789	638	673	669	767	951
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	168	225	184	174	223	248
非经营收益	-144	-81	-53	-57	-95	-95
营运资金变动	-14	137	16	527	-59	-111
经营活动现金净流	800	918	820	1,313	836	993
资本开支	-212	-343	-363	-1,547	-171	-103
投资	-252	-184	-317	-1	0	0
其他	20	12	-621	80	80	80
投资活动现金净流	-444	-515	-1,300	-1,468	-91	-23
股权募资	14	0	1,640	0	0	0
债权募资	-286	154	-235	-2	-2	-1
其他	-154	-372	-448	-44	-99	-113
筹资活动现金净流	-426	-217	957	-45	-100	-114
现金净流量	-70	186	477	-200	644	856

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	571	786	1,227	1,026	1,670	2,526
应收款项	872	988	829	971	1,098	1,340
存货	410	635	712	686	773	940
其他流动资产	41	49	756	16	17	21
流动资产	1,894	2,457	3,524	2,698	3,559	4,827
%总资产	35.3%	36.8%	43.4%	31.2%	37.6%	45.5%
长期投资	701	205	1,338	1,339	1,338	1,338
固定资产	1,588	2,215	1,815	2,432	2,486	2,441
%总资产	29.6%	33.2%	22.3%	28.1%	26.2%	23.0%
无形资产	1,117	1,710	1,310	2,176	2,087	2,003
非流动资产	3,471	4,223	4,600	5,949	5,913	5,783
%总资产	64.7%	63.2%	56.6%	68.8%	62.4%	54.5%
资产总计	5,365	6,681	8,124	8,648	9,472	10,610
短期借款	55	341	10	10	9	9
应付款项	768	1,277	1,215	1,121	1,263	1,534
其他流动负债	145	186	170	220	250	308
流动负债	968	1,804	1,395	1,350	1,522	1,850
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	26	65	38	36	34	33
负债	993	1,869	1,433	1,386	1,556	1,884
普通股股东权益	4,147	4,494	6,449	7,006	7,646	8,443
少数股东权益	225	318	242	256	270	284
负债股东权益合计	5,365	6,681	8,124	8,648	9,472	10,610

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.55	0.43	0.38	0.44	0.50	0.63
每股净资产	3.15	3.42	4.31	4.69	5.11	5.65
每股经营现金净流	0.61	0.70	0.55	0.88	0.56	0.66
每股股利	0.15	0.15	0.25	0.07	0.08	0.09
回报率						
净资产收益率	17.38%	12.70%	8.91%	9.35%	9.85%	11.10%
总资产收益率	13.43%	8.54%	7.07%	7.58%	7.95%	8.83%
投入资本收益率	15.41%	10.42%	9.67%	7.82%	8.36%	9.54%
增长率						
主营业务收入增长率	17.08%	2.09%	6.06%	9.01%	13.10%	22.04%
EBIT 增长率	37.98%	-21.40%	23.37%	-12.02%	16.50%	25.82%
净利润增长率	24.63%	-20.81%	0.65%	14.07%	14.93%	24.47%
总资产增长率	13.23%	24.52%	21.60%	6.45%	9.53%	12.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69	95	92	77	77	77
存货周转天数	110	117	149	129	129	129
应付账款周转天数	101	116	145	111	111	111
固定资产周转天数	175	264	208	270	252	209
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.80%	-9.25%	-18.19%	-14.00%	-20.99%	-28.84%
EBIT 利息保障倍数	-638.0	106.9	76.0	-29.8	-28.8	-23.1
资产负债率	18.51%	27.98%	17.64%	16.03%	16.43%	17.75%

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
	0	3	5	10	26
	0	0	1	3	18
	0	0	0	0	3
	0	0	0	0	1
	0.00	1.00	1.17	1.23	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-13	买入	11.33	N/A
2	2016-06-16	买入	11.02	N/A
3	2016-08-26	买入	10.63	N/A
4	2016-10-20	买入	10.51	N/A
5	2017-04-17	买入	9.82	N/A
6	2017-08-21	买入	9.48	N/A

来源：国金证券研究所

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



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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH