



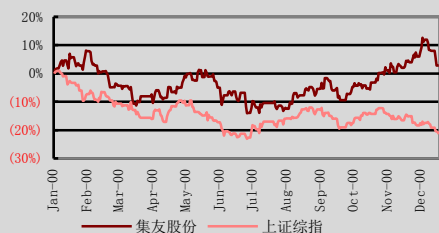
603429.SH

增持

市场价格：人民币 34.65

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	54.3	7.8	55.4	23.6
相对上证指数	24.9	3.6	30.5	23.4

发行股数(百万)	248
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	8,577
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
徐善水	49

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券

以 2019 年 4 月 12 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

集友股份

烟标业务拓展顺利，新型烟草布局加速

公司是烟用接装纸龙头企业，具备丰富稳定的客户资源。2018 年公司并购大风科技，进军烟标领域。2017-2018 年，公司与安徽中烟签订新型烟草合作协议，与昆明旭光共同设立集友广誉部署新型烟草，孕育新利润点。

支撑评级的要点

- **量价齐升助烟用接装纸营收增长。**公司在烟用接装纸领域耕耘多年，已与云南中烟、安徽中烟、四川中烟、河北中烟等 9 家省级中烟公司及台湾苗栗卷烟达成合作关系，客户资源丰富，销量市占率超 6%。随着我国卷烟产品结构优化，2018 年公司烟用接装纸出厂均价、销量分别同比增长 12.5%、15.3%，量价齐升，助营收同比增长 29.7%。
- **烟标业务成公司新利润增长点。**公司 2017 年 6 月将募投项目更改为烟标产能建设，2018 年 2 月并购大风科技，实现全面融合。截至 2018 年，公司已中标安徽中烟、云南中烟、陕西中烟烟标产品，全年实现营收 1.57 亿元，占公司总营收的 34.3%，但占我国烟标行业份额不足 1%，拓展空间巨大。随着公司进一步将烟用接装纸客户转化为烟标客户，产能建设完成，烟标业务将成公司新利润增长点。
- **积极布局新型烟草。**2017 年 10 月，公司与安徽中烟签订合作协议，布局新型烟草研发。2018 年 11 月，公司与昆明旭光签订合作协议，共同投资设立集友广誉，将其作为公司新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究与资源集成与整合平台，提供整体技术解决方案、技术集成及相关技术服务。待技术成熟，政策放开，公司有望借助安徽中烟，在新型烟草产业链中占据一席之地。

估值

- 公司烟用接装纸业务量价齐升，增长稳健；烟标业务开拓整合顺利，拓展空间较大；新型烟草布局加速。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.72/0.96/1.16，同比增长 55.2%/32.0%/21.8%，当前股价对应 2019PE48X，给予 **增持**评级。

评级面临的主要风险

- 控烟力度超预期；新型烟草政策开放进程低于预期。
- 烟标业务、新型烟草业务拓展不达预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	234	458	717	976	1,216
变动(%)	n.a.	96	56	36	25
净利润(人民币 百万)	76	115	179	236	288
全面摊薄每股收益(人民币)	0.306	0.466	0.724	0.955	1.164
变动(%)	n.a.	52.3	55.2	32.0	21.8
全面摊薄市盈率(倍)	113.2	74.3	47.9	36.3	29.8
价格/每股现金流量(倍)	86.1	74.2	34.1	136.7	16.3
每股现金流量(人民币)	0.40	0.47	1.02	0.25	2.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	88.4	53.6	34.6	26.4	20.8
每股股息(人民币)	0.000	0.110	0.217	0.287	0.348
股息率(%)	n.a.	0.3	0.6	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	234	458	717	976	1,216
销售成本	(104)	(242)	(389)	(535)	(664)
经营费用	(33)	(58)	(86)	(116)	(153)
息税折旧前利润	96	159	242	325	399
折旧及摊销	(12)	(22)	(37)	(50)	(64)
经营利润 (息税前利润)	84	136	205	274	336
净利息收入/(费用)	0	2	1	5	0
其他收益/(损失)	(0)	(24)	(31)	(50)	(60)
税前利润	96	135	210	278	337
所得税	(21)	(18)	(28)	(37)	(45)
少数股东权益	0	(2)	(3)	(4)	(5)
净利润	76	115	179	236	288
核心净利润	65	116	174	231	285
每股收益 (人民币)	0.306	0.466	0.724	0.955	1.164
核心每股收益 (人民币)	0.261	0.471	0.703	0.935	1.151
每股股息 (人民币)	0.000	0.110	0.217	0.287	0.348
收入增长(%)	n.a.	96	56	36	25
息税前利润增长(%)	n.a.	61	50	34	22
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	64	52	34	23
每股收益增长(%)	n.a.	52	55	32	22
核心每股收益增长(%)	n.a.	80	49	33	23

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	96	135	210	278	337
折旧与摊销	12	22	37	50	63
净利息费用	0	(1)	0	(2)	2
运营资本变动	(1)	21	(28)	108	(108)
税金	21	18	28	37	45
其他经营现金流	(29)	(81)	5	(408)	187
经营活动产生的现金流	100	116	252	63	526
购买固定资产净值	(12)	(277)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	0	0	0	7	4
其他投资现金流	(321)	227	48	(8)	(7)
投资活动产生的现金流	(333)	(50)	(152)	(201)	(203)
净增权益	85	54	57	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(27)	(54)	(71)	(86)
其他融资现金流	121	(26)	(12)	123	(95)
融资活动产生的现金流	206	1	(9)	52	(181)
现金变动	(27)	66	91	(86)	143
期初现金	82	49	115	206	120
公司自由现金流	(233)	66	101	(136)	326
权益自由现金流	(233)	66	100	(136)	321

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	49	115	206	120	263
应收帐款	57	147	219	274	361
库存	49	117	189	258	322
其他流动资产	299	47	67	480	279
流动资产总计	454	426	681	1,132	1,224
固定资产	143	397	564	717	858
无形资产	21	35	32	29	26
其他长期资产	134	166	123	130	139
长期资产总计	302	604	723	880	1,027
总资产	756	1,030	1,404	2,012	2,252
应付帐款	71	199	321	416	537
短期债务	0	28	0	108	0
其他流动负债	140	145	225	442	448
流动负债总计	211	372	545	966	985
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	23	23	23	23
股本	136	190	247	247	247
储备	396	430	571	753	969
股东权益	532	620	818	1,001	1,217
少数股东权益	0	15	18	22	27
总负债及权益	756	1,030	1,404	2,012	2,252
每股帐面价值 (人民币)	2.15	2.51	3.31	4.04	4.92
每股有形资产 (人民币)	3.75	3.07	3.18	3.93	4.79
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.36)	(0.45)	(0.83)	(0.05)	(1.06)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.2	34.6	33.7	33.3	32.8
息税前利润率(%)	36.1	29.7	28.6	28.1	27.6
税前利润率(%)	41.2	29.5	29.3	28.4	27.7
净利率(%)	32.4	25.2	25.0	24.2	23.7
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.1	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	190.5	n.a.	160.2	n.a.	69.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	0.8	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	113.2	74.3	47.9	36.3	29.8
核心业务市盈率(倍)	132.8	73.6	49.3	37.1	30.1
市净率(倍)	16.1	13.8	10.5	8.6	7.0
价格/现金流(倍)	86.1	74.2	34.1	136.7	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	88.4	53.6	34.6	26.4	20.8
周转率					
存货周转天数	n.a.	125.7	143.6	152.2	159.1
应收帐款周转天数	88.4	81.2	93.3	92.1	95.3
应付帐款周转天数	110.9	107.6	132.4	137.8	143.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	23.6	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	14.2	20.0	24.9	26.0	26.0
资产收益率(%)	8.8	13.2	14.6	13.9	13.6
已运用资本收益率(%)	15.9	22.9	27.5	28.1	28.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测