

2019年08月04日

集友股份 (603429.SH)

公司快报

烟标收入持续高增长，新型烟草业务积极推进

投资要点

事件：公司发布 2019 年半年度报告，2019H1 公司实现营业收入 2.91 亿元，同比增长 57.75%；实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 40.78%。其中 Q2 单季度实现营业收入 1.38 亿元，同比增长 56.32%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比增长 44.84%。

◆ **受益于烟标业务收入持续高增长，整体业绩保持高增长。**烟标业务已经成为公司继烟用接装纸业务之后又一重要收入来源，2019 年上半年公司烟标业务销售收入达 1.45 亿元，营业收入占比达 49.84%。受益于烟标业务的快速增长，公司整体业绩保持高增长，上半年营业收入、归母净利润同比分别增长 57.75%、40.78%，其中 Q2 单季度营收、归母净利润同比分别增长 56.32%、44.84%。随着烟标收入占比不断提升，毛利率及净利率相应有所下降，2019Q2 毛利率、净利率分别为 41.13%、25.18%，同比分别下降 3.54、2.56pct。由于收入增长高于费用增长，期间费用率下降，2019Q2 期间费用率为 15.22% (-0.15%)。其中销售费用率为 2.25% (+0.06%)；管理费用率（综合研发费用率）为 11.48% (-3.46%)；财务费用率为 -0.46% (-0.36%)。

◆ **烟标业务产能逐渐释放，收入有望保持高增长。**公司是国内较早的烟用接装纸专业生产商之一，经过 20 余年的发展，具有明显的优势。烟标与烟用接装纸有共同的客户基础和原材料，有助于提高客户粘性和消化自产电化铝等，业务具有协同性，并且烟标在价值上大约是烟用接装纸的 10 倍，因此，公司从 2017 年开始通过投资烟标生产线建设项目及收购陕西大风科技布局烟标领域，提升发展空间，2018 年、2019 年上半年公司烟标销售收入分别达 1.57、1.45 亿元，对营业收入的贡献也从 2018 年的 34.29% 提升至 2019H1 的 49.84%。目前公司烟标生产基地为太湖和陕西，新建烟标生产线已正式投产，与大风科技实现融合，预计到 2020 年烟草产能有望提升至 245 万箱。客户方面，烟标业务融合陕西大风原有陕西中烟和云南中烟两大客户，并且已在原烟用接装纸客户安徽中烟的烟标产品招标中中标，客户资源不断协同。我们认为随着产能的不断释放，烟用接装纸客户逐渐导入，烟标业务有望持续高增长。

◆ **薄片技术被中烟公司认可，新型烟草领域布局卡位优势明显。**公司 2017 年开始积极布局新型烟草领域，2018 年设立新型烟草研发平台集友广誉，目前在新型烟草均质化薄片的研发及科技成果产业化方面具有一定的优势，目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件。2019 年 7 月，全资子公司集友广誉再次携手中烟公司，分别与南通烟滤嘴公司（江苏中烟全资子公司）、重庆中烟关于新型烟草均质化薄片研发签署合作协议，推动加热不燃烧新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展，公司薄片技术被中烟体系认可，新型烟草领域布局卡位优势明显。

◆ **投资建议：**传统烟用接装纸稳定增长，烟标业务逐渐放量，新型烟草积极拓展，我们维持之前判断，预测公司 2019 至 2021 年净利润分别为 1.89、2.55、3.42 亿元，对应目前的市值，PE 分别为 44.2、32.8、24.5 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**烟标业务拓展不及预期风险；新型烟草监管超预期。

轻工制造 | 造纸 III

增持-A(维持)

投资评级

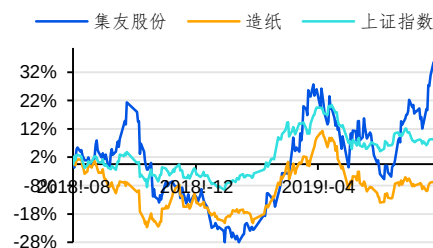
股价(2019-08-02)

31.46 元

交易数据

总市值（百万元）	8,372.11
流通市值（百万元）	3,990.83
总股本（百万股）	266.12
流通股本（百万股）	126.85
12 个月价格区间	20.86/39.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.01	34.21	34.39
绝对收益	19.12	27.37	39.04

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

报告联系人

杨维维
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

集友股份：烟标收入高增长推升业绩，关注烟标产能释放 2019-05-05

集友股份：烟用接装纸量价齐升，烟标 19 年有望高增长 2019-03-19

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	233.9	458.4	725.6	991.0	1,288.3
同比增长(%)	24.9%	96.0%	58.3%	36.6%	30.0%
营业利润(百万元)	108.6	136.4	224.1	301.0	403.4
同比增长(%)	80.3%	25.6%	64.3%	34.3%	34.0%
净利润(百万元)	99.2	115.4	189.3	254.9	342.0
同比增长(%)	87.8%	16.4%	64.1%	34.6%	34.2%
每股收益(元)	0.37	0.43	0.71	0.96	1.29
PE	84.4	72.5	44.2	32.8	24.5
PB	15.7	13.5	10.6	8.6	6.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	233.9	458.4	725.6	991.0	1,288.3	年增长率					
减:营业成本	104.0	241.7	396.7	548.6	715.9	营业收入增长率	24.9%	96.0%	58.3%	36.6%	30.0%
营业税费	4.9	6.3	12.3	17.1	20.6	营业利润增长率	80.3%	25.6%	64.3%	34.3%	34.0%
销售费用	6.7	12.7	20.4	27.8	36.0	净利润增长率	87.8%	16.4%	64.1%	34.6%	34.2%
管理费用	39.2	39.5	52.8	67.5	80.3	EBITDA 增长率	34.6%	88.4%	39.5%	37.0%	29.6%
财务费用	-0.8	-0.3	11.0	28.5	29.4	EBIT 增长率	39.9%	88.9%	47.6%	40.1%	31.4%
资产减值损失	2.0	3.2	12.0	5.7	7.0	NOPLAT 增长率	73.9%	32.4%	69.0%	40.0%	32.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	314.3%	11.5%	6.0%	55.2%	-61.9%
投资和汇兑收益	7.1	4.3	3.8	5.1	4.4	净资产增长率	161.6%	19.4%	26.8%	23.3%	25.5%
营业利润	108.6	136.4	224.1	301.0	403.4	盈利能力					
加:营业外净收支	11.2	-1.0	-1.0	1.3	-0.2	毛利率	55.6%	47.3%	45.3%	44.6%	44.4%
利润总额	119.8	135.3	223.1	302.3	403.2	营业利润率	46.4%	29.7%	30.9%	30.4%	31.3%
减:所得税	20.6	17.9	33.7	45.9	58.5	净利率	42.4%	25.2%	26.1%	25.7%	26.6%
净利润	99.2	115.4	189.3	254.9	342.0	EBITDA/营业收入	41.5%	39.8%	35.1%	35.2%	35.1%
						EBIT/营业收入	36.1%	34.7%	32.4%	33.2%	33.6%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	29.6%	38.3%	48.0%	51.6%	43.6%
货币资金	48.5	114.7	181.4	247.8	846.8	负债权益比	42.1%	62.2%	92.5%	106.6%	77.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.15	1.15	1.27	1.33	1.73
应收账款	67.2	147.5	30.2	287.1	87.3	速动比率	1.92	0.83	1.19	1.08	1.65
应收票据	1.9	9.1	11.1	16.4	17.7	利息保障倍数	-99.81	-580.81	21.29	11.56	14.73
预付账款	0.7	1.5	16.1	6.8	11.8	营运能力					
存货	49.2	117.3	50.7	253.6	73.7	固定资产周转天数	220	212	212	163	120
其他流动资产	286.4	36.2	540.0	540.0	540.0	流动营业资本周转天数	139	64	14	83	32
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	465	346	312	396	409
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	74	84	44	58	52
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	68	65	42	55	46
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	830	701	640	651	590
固定资产	142.7	397.1	457.6	439.2	420.8	投资资本周转天数	457	397	273	262	169
在建工程	133.0	98.6	19.7	-	-	费用率					
无形资产	21.4	35.3	34.1	32.8	31.6	销售费用率	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	4.8	72.7	208.8	208.4	162.5	管理费用率	16.7%	8.6%	7.3%	6.8%	6.2%
资产总额	755.6	1,030.0	1,549.7	2,032.1	2,192.1	财务费用率	-0.4%	-0.1%	1.5%	2.9%	2.3%
短期债务	-	28.4	43.3	243.7	-	三费/营业收入	19.2%	11.3%	11.6%	12.5%	11.3%
应付账款	73.3	199.2	207.7	383.2	387.5	投资回报率					
应付票据	125.2	111.1	335.0	328.5	461.8	ROE	18.6%	18.6%	24.0%	26.1%	27.9%
其他流动负债	12.1	33.5	68.7	61.5	64.6	ROA	13.1%	11.4%	12.2%	12.6%	15.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	77.2%	24.7%	37.4%	49.4%	42.1%
其他非流动负债	13.2	22.6	90.0	41.9	51.5	分红指标					
负债总额	223.8	394.8	744.6	1,058.8	965.4	DPS(元)	0.10	0.14	0.14	0.26	0.34
少数股东权益	-	15.1	15.1	16.6	19.2	分红比率	27.4%	33.0%	20.1%	26.9%	26.7%
股本	136.0	190.4	266.1	266.1	266.1	股息收益率	0.3%	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%
留存收益	395.9	429.7	523.9	710.3	961.2						
股东权益	531.9	635.2	805.1	993.0	1,246.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	99.2	117.4	189.3	254.9	342.0	EPS(元)	0.37	0.43	0.71	0.96	1.29
加:折旧和摊销	13.1	23.6	19.6	19.6	19.6	BVPS(元)	2.00	2.33	2.97	3.67	4.61
资产减值准备	2.0	3.2	-	-	-	PE(X)	84.4	72.5	44.2	32.8	24.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.7	13.5	10.6	8.6	6.8
财务费用	-	-	11.0	28.5	29.4	P/FCF	-31.7	94.3	37.7	54.8	13.0
投资损失	-7.1	-4.3	-3.8	-5.1	-4.4	P/S	35.8	18.3	11.5	8.4	6.5
少数股东损益	-	2.0	-	1.5	2.6	EV/EBITDA	43.6	32.3	32.0	23.7	16.5
营运资金的变动	-315.2	248.8	-187.7	-331.6	569.7	CAGR(%)	37.3%	43.2%	53.1%	37.3%	43.2%
经营活动产生现金流量	99.5	115.5	28.5	-32.2	959.0	PEG	2.3	1.7	0.8	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-333.0	-50.1	3.8	5.1	4.4	ROIC/WACC	7.4	2.4	3.6	4.7	4.0
融资活动产生现金流量	205.9	1.0	34.4	93.5	-364.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn