

包装印刷Ⅲ



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

Luoyym@xyzq.com.cn

劲嘉股份（002191）

收购预期犹在，资金压力渐显

——08 年报点评

推荐（维持）

市场数据

报告日期	2009-4-13
收盘价(元)	16.07
52周最高/最低(元)	23.29/7.26
总股本(百万股)	428.00
流通股本(百万股)	121.91
总市值(百万元)	6877.96
流通市值(百万元)	1959.14
每股净资产(元)	4.07

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1908	2208	2661	3445
同比增长(%)	30.8%	15.7%	20.5%	29.5%
净利润(百万元)	224	300	351	454
同比增长(%)	35.4%	33.9%	16.9%	29.3%
毛利率(%)	31.7%	32.2%	32.1%	31.9%
净利率(%)	11.7%	13.6%	13.2%	13.2%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.82	1.06
每股经营现金流(元)	1.10	0.87	1.02	1.28

股价走势



投资要点

事件：

08 年实现营业收入 19.08 亿元，同比增长 30.81%，净利润 2.24 亿元，同比增长 35.41%。扣除非经常性损益净利润为 2.04 亿，同比增长 29.2%；EPS 为 0.52 元。

利润分配方案为每 10 股派 3 元（含税）转增 5 股。

点评：

- **增长源于外延式并购。**烟标行业是一个稳定增长的行业，年自然增长率约为 3-5%，而 08 年公司收入利润 30%左右的大幅增长主要得益于外延式并购带来的报表合并范围的扩大。08 年公司完成三次收购，分别是安徽安泰 49%股权、中丰田 60%股权以及天外绿包 29%股权。由此导致报表合并范围新增四家公司：中丰田（8-12 月营业收入）、天外绿包（4-12 月营业收入）、天外股份（4-12 月营业收入）及湖州天外纸品（4-12 月营业收入），这使得公司营业收入增加了 3.85 亿元，占其总增长额的 86%。
- **收购依然是未来 2 年最大看点。**理由如下：
 - (1) **行业整合势在必行。**当前由政府主导并大刀阔斧进行的烟草行业改革已剑拔弩张，这直接引发了与之配套的烟标行业的整合运动，未来行业势必经历新一轮洗牌，市场格局将在这一过程中被重新划分。

(2) 公司有望在行业整合中胜出。其竞争力主要体现在以下三点:

龙头地位:当前公司市场份额为 8%, 位居第二。其最大竞争对手是业内第一的奥科控股, 但由于其属于外资企业, 因此可能面临较大政策壁垒; 而公司作为内资企业, 本土资源优势突出, 如在全国 16 个中烟公司中, 与 13 家都保持稳定的业务关系。

业内唯一一家 A 股上市的公司:借助上市公司这一资本平台将进一步提升融资渠道的灵活性, 抗风险能力也更为突出。

广泛的社会资源:烟草行业是一个极具特殊性的行业, 突出表现在垄断性强, 资金实力雄厚, 这使得与之配套的烟标行业对其具有很强的依附性, 最终导致了社会关系成为这一行业的核心竞争力, 而这也正是我们看好公司的重要理由之一, 其广泛的社会资源能够使公司在未来发展中占尽先机。

- **资金缺口突出, 成为后续收购扩张的最大瓶颈。**年报数据显示, 虽然公司 08 年经营活动产生 4.7 亿净现金流入, 为全年净利润的 2 倍多, 显示了优良的经营能力。但是由于扩张步伐加快和偿还银行贷款, 导致公司全年净现金流入负 3.9 亿元, 相当于净利润的 1.7 倍, 总体资金短缺较为严重, 这将使公司当前并购整合的发展机遇陷入尴尬境地。

并购扩张必然伴随庞大的资金需求。可以看到, 08 年公司共完成了三次收购, 总收购价款高达 8.4 亿, 为公司 08 年净利润的 4 倍。而我们预计 09 年公司仍可能存在 1-2 次收购机会, 这就需要大量资金作为后盾。而报表显示, 公司 08 年除现金流负近 4 亿之外, 尚有 3.7 亿的短期贷款和 1.2 亿的 1 年内到期的非流动负债, 资金缺口十分突出。

另一方面, 我们注意到, 年报中披露公司 08 年末尚有 9.45 亿元的银行授信额度未使用, 据此, 我们认为后续公司通过银行贷款这一融资方式缓解资金压力的可能性较大。假如采取这种方式, 则公司财务的稳健性将会受到较大影响, 是个值得关注的问题。

- **客户高集中度蕴藏较大经营风险。**烟草行业本身就是一个集中度高的行业, 而国家大力推行的行业兼并重组将使集中度进一步提高, 这将会对与之配套的烟标行业产生更高要求, 使其竞争更趋激烈, 对下游客户的依赖性进一步增强。在此情况下, 其盈利的稳定性将面临很大挑战。

报表显示, 公司 08 年前 5 名客户销售额占总销售收入的 52%, 与之相应, 应收账款中前 5 名客户的欠款也高达 47%, 而且均为大烟草公司的货款拖欠, 下游客户的强势地位可见一斑。

我们认为这虽然带有一定的行业特征, 但仍然是公司经营过程中面临的最大风险, 其业绩可能会因为单一客户的流动而产生较大波动, 值得警惕。

- **募投项目延期将对 09-10 年业绩造成一定影响。**年报披露: 募集资金项目之一——劲嘉集团包装印刷及材料加工项目由于拆迁工作受阻而比原计划延迟 10 个月以上, 预计 2010 年 5 月投产。该项目为公司 IPO 的重点项目之一,

计划总投资额 7 亿元，产能 30 万大箱，约等于 07 年总产能的 13%，因此，我们认为这一项目的延迟将会对公司未来两年业绩产生一定影响。

- **盈利预测和评级。**结合年报，我们调整公司盈利预测，如果不考虑收购，我们测算公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.82 元、1.06 元，对应 PE 为 22.9X、19.1X、15.6X，PB 为 3.9X，相对于可比性公司合兴包装和安妮股份，当前估值较为合理，但是考虑到公司未来面临的收购机会，我们认为公司理应享有更高的估值溢价，因此，未来股价仍有一定的上行空间，继续给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**收购在为公司带来重大发展机遇的同时也是公司当前面临的最大风险，包括收购标的、收购时间、收购价款等都存在很大不确定性，其中任何一项与预期不符都会带来业绩的较大波动。

表、劲嘉股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	417	442	503	546	8.5%	1458	1908	30.8%	完成三次收购使报表合并范围扩大
营业成本	293	310	336	364	8.3%	1061	1302	22.8%	
毛利	123	132	167	182	8.9%	398	605	52.2%	
销售费用	12	9	12	29	138.9%	41	61	51.0%	收购后整合增加了管理费用支出
管理费用	34	40	38	43	12.5%	95	156	63.4%	
财务费用	0	0	4	-1	-121.6%	25	3	-87.0%	
资产减值	0	6	1	3	194.7%	-3	10	-449.8%	存货跌价准备增加
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	1	0	-0	-0	509.0%	0	0		
营业利润	77	77	112	107	-4.6%	239	373	56.0%	
利润总额	78	82	117	120	2.6%	247	397	60.6%	
净利润	50	50	68	56	-17.2%	166	224	35.4%	
EPS	0.188	0.117	0.158	0.131	-17.2%	0.619	0.524	-15.4%	
销售费用率	2.9%	2.0%	2.4%	5.3%	2.9%	2.8%	3.2%	0.4%	募集资金利息收入增加
管理费用率	8.3%	9.0%	7.6%	7.9%	0.3%	6.5%	8.2%	1.6%	
财务费用率	0.0%	0.0%	0.7%	-0.1%	-0.9%	1.7%	0.2%	-1.5%	
所得税率	12.6%	18.1%	15.4%	16.4%	1.0%	10.2%	15.7%	5.5%	
毛利率	29.6%	29.9%	33.3%	33.4%	0.1%	27.3%	31.7%	4.5%	产品结构调整+工艺改进+规模扩大提高议价力。
净利润率	12.1%	11.4%	13.4%	10.2%	-3.2%	11.4%	11.7%	0.4%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1943	2288	2964	3904
货币资金	956	1270	1724	2274
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	250	323	375	485
其他应收款	12	14	17	22
存货	462	484	593	776
非流动资产	1813	1636	1561	1495
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1206	1226	1203	1156
在建工程	167	83	42	21
油气资产	0	0	0	0
无形资产	308	308	308	308
资产总计	3756	3923	4525	5399
流动负债	1188	1091	1199	1435
短期借款	370	318	335	329
应付票据	194	224	254	340
应付账款	361	391	473	619
其他	264	158	137	147
非流动负债	148	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	148	0	0	0
负债合计	1337	1091	1199	1435
股本	428	428	428	428
资本公积	709	709	709	709
未分配利润	519	797	1123	1547
少数股东权益	677	789	931	1115
股东权益合计	2419	2833	3326	3964
负债及权益合计	3756	3923	4525	5399

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	224	300	351	454
折旧和摊销	117	62	66	67
资产减值准备	35	-10	11	17
无形资产摊销	7	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	9	1	-7
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	111	112	142	185
营运资金的变动	61	76	141	166
经营活动产生现金流量	440	374	439	548
投资活动产生现金流量	-881	117	0	0
融资活动产生现金流量	-169	-178	16	1
现金净变动	-610	314	455	549
现金的期初余额	1289	956	1270	1724
现金的期末余额	678	1270	1724	2274

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1908	2208	2661	3445
营业成本	1302	1498	1808	2345
营业税金及附加	3	2	3	4
销售费用	61	67	81	106
管理费用	156	156	195	254
财务费用	3	9	1	-7
资产减值损失	10	4	4	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	373	473	568	738
营业外收入	27	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	397	473	568	738
所得税	62	60	76	100
净利润	335	412	493	638
少数股东损益	111	112	142	185
归属母公司净利润	224	300	351	454
EPS (元)	0.52	0.70	0.82	1.06

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	30.8%	15.7%	20.5%	29.5%
营业利润增长率	56.0%	26.7%	20.3%	29.9%
净利润增长率	35.4%	33.9%	16.9%	29.3%
盈利能力(%)				
毛利率	31.7%	32.2%	32.1%	31.9%
净利率	11.7%	13.6%	13.2%	13.2%
ROE	12.9%	14.7%	14.6%	15.9%

偿债能力(%)

资产负债率	35.6%	27.8%	26.5%	26.6%
流动比率	1.63	2.10	2.47	2.72
速动比率	1.22	1.64	1.96	2.16

营运能力(次)

资产周转率	0.58	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	7.73	7.17	7.13	7.47

每股资料 (元)

每股收益	0.52	0.70	0.82	1.06
每股经营现金	1.10	0.87	1.02	1.28
每股净资产	4.07	4.78	5.60	6.66

估值比率 (倍)

PE	30.68	22.92	19.61	15.16
PB	3.95	3.36	2.87	2.41

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。