

劲嘉股份：业绩快速增长的烟标龙头

报告关键点：

- 行业整合的环境未变；
- 外延式并购一直在进行；
- 给予增持-A的投资评级，三个月目标价12.5元。

报告摘要：

- 公司是国内烟标印刷的龙头企业，外延式扩张是公司自成立以来的长期发展战略。由于下游需求的稳定，公司在经济下滑的环境下，依托于行业整合的大背景，08年依然实现了高速的增长，这种势头至今在延续。
- 毛利率有所上升。公司08年中期收购了上游中丰田，延伸的产业链使得公司的盈利能力增强；同时，烟标改款、技术进步等因素也是毛利率上升的原因。
- 公司外延式并购的步伐一直在进行。6月初，公司发布公告增持了浙江天外绿包的股权，达到了此前市场的普遍预期以及公司的计划进展。这一收购的战略意义更大于实际的业绩贡献，因为今后对天外绿包股权的整合，将会加强公司与浙江省中烟公司的关系，有利于公司今后长远的发展。
- 由于烟草三产剥离的大背景，烟标印刷行业今后2年中是大的整合期。公司目前已经储备了一些潜在的并购对象，等到时机成熟时，会有力度较大的并购动作。市场目前也逐步认可了公司的并购战略，从此前对公司并购不确定性的怀疑，到如今认同度的逐步上升，体现为公司估值的上升，也表现在公司二级市场的股价上。
- 基于公司09年下半年之后并购的持续进行，我们认为公司未来几年的高增长是可以维持的。预计公司09、10年的每股收益分别是0.51元和0.65元，从研究确定性的角度出发，给以公司三个月的目标价为12.5元、增持-A的投资评级。建议投资者长期持有公司的股票，一旦公司外延式并购有了其他的进展，我们会及时调整公司的投资评级和目标价位。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **12.50 元**

期限： 3 个月 上次预测： 12.50 元

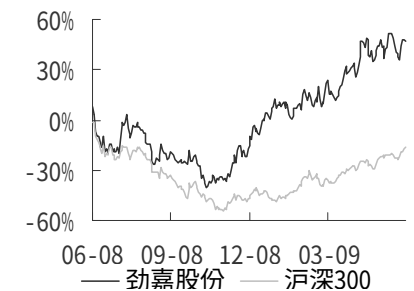
现价： 11.68 元

报告日期： **2009-06-04**

市场数据

总市值(百万元)	7,498.56
流通市值(百万元)	2,135.92
总股本(百万股)	642.00
流通股本(百万股)	182.87
12 个月最高/最低	6.86/18.67 元
十大流通股东(%)	20.41%
股东户数	17,648

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.11)	(2.69)	63.77
绝对收益	1.71	26.57	47.05

研究员

郭振举 行业分析师

010-66581621 guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,458.5	1,907.8	2,346.6	3,027.2	3,662.9
Growth(%)	8.6%	30.8%	23.0%	29.0%	21.0%
净利润	222.2	334.8	457.2	578.7	705.6
Growth(%)	1.7%	35.4%	44.8%	28.4%	24.5%
毛利率(%)	27.3%	31.7%	32.4%	32.2%	32.2%
净利润率(%)	11.4%	11.7%	13.8%	13.8%	14.2%
每股收益(元)	0.26	0.35	0.51	0.65	0.81
每股净资产(元)	3.04	3.77	4.70	5.43	6.32
市盈率	45.3	33.5	23.1	18.0	14.5
市净率	3.8	3.1	2.5	2.1	1.8
净资产收益率(%)	11.4%	13.8%	15.2%	16.6%	17.4%
ROIC(%)	28.9%	28.6%	21.1%	23.2%	27.4%
EV/EBITDA	7.5	11.0	11.5	8.9	7.1
股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%

前期研究成果

- 劲嘉股份：一季度实现高速增长
2009-04-29
- 劲嘉股份：实现业绩的快速增长
2009-02-27
- 劲嘉股份：更多外延式并购值得期待
2008-12-22

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,458.5	1,907.8	2,346.6	3,027.2	3,662.9	成长性					
减: 营业成本	1,060.6	1,302.4	1,586.3	2,052.4	2,483.4	营业收入增长率	8.6%	30.8%	23.0%	29.0%	21.0%
营业税费	1.0	2.8	2.3	1.8	2.2	营业利润增长率	19.2%	56.0%	44.0%	26.6%	22.0%
销售费用	40.7	61.5	77.4	96.9	117.2	净利润增长率	1.7%	35.4%	44.8%	28.4%	24.5%
管理费用	95.2	155.6	185.4	227.0	274.7	EBITDA 增长率	19.0%	44.3%	36.5%	25.4%	21.2%
财务费用	24.7	3.2	-17.1	-31.3	-44.3	EBIT 增长率	16.5%	42.6%	38.2%	24.8%	21.0%
资产减值损失	-2.8	9.7	-24.6	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	14.6%	38.1%	31.1%	24.7%	21.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.6%	77.9%	13.6%	2.3%	9.5%
投资和汇兑收益	-	0.2	-	-	-	净资产增长率	221.5%	24.0%	24.7%	15.6%	16.3%
营业利润	239.0	372.9	536.8	679.8	829.1	利润率					
加: 营业外净收支	8.3	24.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	27.3%	31.7%	32.4%	32.2%	32.2%
利润总额	247.3	397.1	537.8	680.8	830.1	营业利润率	16.4%	19.5%	22.9%	22.5%	22.6%
减: 所得税	25.1	62.3	80.7	102.1	124.5	净利润率	11.4%	11.7%	13.8%	13.8%	14.2%
净利润	222.2	334.8	457.2	578.7	705.6	EBITDA/营业收入	23.1%	25.5%	28.3%	27.5%	27.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	18.1%	19.7%	22.1%	21.4%	21.4%
货币资金	1,288.5	956.0	837.7	1,291.9	1,682.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	150	170	206	192	183
应收帐款	220.1	261.8	372.9	481.0	582.0	流动营业资本周转天数	47	65	68	47	34
应收票据	43.2	222.5	160.7	124.4	130.5	流动资产周转天数	343	359	296	262	274
预付帐款	5.7	40.3	24.4	3.9	-21.0	应收帐款周转天数	58	43	46	48	50
存货	301.0	462.1	565.0	646.7	782.4	存货周转天数	75	75	81	72	70
其他流动资产	-0.0	0.0	-39.0	-59.4	-78.4	总资产周转天数	547	617	602	539	529
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	250	309	344	287	251
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	1.2	-	-	-	ROE	11.4%	13.8%	15.2%	16.6%	17.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	8.9%	11.2%	11.6%	12.2%
固定资产	592.4	1,205.7	1,478.0	1,744.4	1,974.6	ROIC	28.9%	28.6%	21.1%	23.2%	27.4%
在建工程	109.2	167.0	220.2	222.1	223.3	费用率					
无形资产	221.5	308.2	308.2	308.3	308.4	销售费用率	2.8%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	3.0	128.6	170.0	208.0	212.8	管理费用率	6.5%	8.2%	7.9%	7.5%	7.5%
资产总额	2,784.6	3,755.7	4,098.2	4,971.4	5,797.3	财务费用率	1.7%	0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.2%
短期债务	213.0	369.8	17.7	-	-	三费/营业收入	11.0%	11.5%	10.5%	9.7%	9.5%
应付帐款	274.8	401.9	452.0	579.2	700.8	偿债能力					
应付票据	103.6	194.1	217.3	281.2	340.2	资产负债率	29.9%	35.6%	26.4%	29.8%	30.0%
其他流动负债	65.0	222.5	157.0	234.1	308.7	负债权益比	42.7%	55.3%	35.8%	42.5%	42.9%
长期借款	177.0	-	2.0	4.0	6.0	流动比率	2.83	1.63	2.28	2.27	2.28
其他非流动负债	-	148.3	235.4	385.1	385.1	速动比率	2.37	1.22	1.61	1.68	1.70
负债总额	833.4	1,336.7	1,081.4	1,483.6	1,740.8	利息保障倍数	10.69	117.77	-30.31	-20.72	-17.73
少数股东权益	178.3	676.7	789.4	927.1	1,086.1	分红指标					
股本	267.5	428.0	642.0	642.0	642.0	DPS(元)	-	0.04	0.06	0.10	0.13
留存收益	1,504.1	1,316.0	1,585.4	1,918.7	2,328.4	分红比率	0.0%	11.9%	12.0%	15.0%	16.0%
股东权益	1,951.2	2,419.0	3,016.8	3,487.8	4,056.5	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	222.2	334.8	457.2	578.7	705.6	EPS(元)	0.26	0.35	0.51	0.65	0.81
加: 折旧和摊销	76.7	117.1	144.0	184.0	224.2	BVPS(元)	3.04	3.77	4.70	5.43	6.32
资产减值准备	-2.8	9.7	-24.6	0.5	0.5	PE(X)	45.3	33.5	23.1	18.0	14.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.1	2.5	2.1	1.8
财务费用	29.4	28.3	8.0	-17.1	-31.3	P/FCF	-	-12.3	-17.6	21.1	25.9
投资收益	-	-0.2	-	-	-	P/S	5.1	3.9	3.2	2.5	2.0
少数股东损益	56.6	110.7	132.6	162.0	187.0	EV/EBITDA	7.5	11.0	11.5	8.9	7.1
营运资金的变动	-151.1	198.0	123.7	305.3	56.3	CAGR(%)	37.6%	28.2%	23.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	191.2	470.4	815.8	1,199.2	1,129.3	PEG	1.2	1.2	1.0	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-255.8	-682.2	-498.9	-470.1	-430.1	ROIC/WACC	3.9	3.8	2.8	3.1	3.7
融资活动产生现金流量	1,170.0	-178.2	-274.3	-46.9	-36.7	REP	0.6	0.7	1.1	1.0	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京