

劲嘉股份 002191.SZ

盈利能力超预期，四季度确定增长

研究结论

- **业绩超出我们预期。**公司实现营业总收入 105,561.60 万元，比上年同期增长 22.95%，实现利润总额 24,736.05 万元，比上年同期增长 54.10%，实现净利润 15,578.06 万元，比上年同期增长 54.82%，EPS0.24 元，业绩超出我们中报前瞻中的预期。
- **公司二季度毛利率水平大幅提升，而费用率小幅上行。**公司烟标产品上半年销售约 140 万大箱，由于公司改善了烟标产品结构，二三类烟占比增大，销售单价上升到 650 元/大箱水平，此外，成本烟卡价格下滑，同时公司采取了原材料集中统一采购等一系列措施使得毛利率较上年同期上升了 9.08%，到达 39%；公司上半年中丰田生产 500 万 M² 的镭射薄膜和 3000 多吨的镭射纸，其改进了生产设备和工艺顺利扭亏，不再拖累公司整体盈利。三项费用水平来看，由于合并报表范围增加以及研发费用支出增大，导致企业三项费用率有所上升，但我们预计随着并表后一次性效应消除，费用率今后将回落至正常水平。
- **重申节日旺季即将到来，下半年销量确定性增长。**行业二季度是相对淡季，公司业绩增长来自毛利水平提升，我们在《节日旺季到来，订单提升可期》的报告中提到每年春节期间是烟草消费的旺季，四季度公司订单环比将大幅增长，我们认为公司下半年产品价格仍有望维持，量价齐升将带来企业盈利大幅增长。
- **我们建议投资者参与公司四季度确定性增长的机会，上调盈利预测，维持增持评级。**我们认为市场过分重视企业收购进程，而忽视了四季度企业订单大幅增长的预期，在下半年确定性是投资的首选条件前提下，我们认为公司面临的确定性四季度订单增长是一个良好的投资主题，鉴于预期企业下半年产品价格和毛利水平将超预期，我们上调企业 EPS 预测至 0.53 元和 0.68 元，上调目标价为 16 元，维持增持评级。
- **主要风险：**烟卡价格出现超预期的上行以及企业收购进程低于预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师

63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**

股价 11.19 元

目标价格 (12 个月) 16 元

总股本/A 股 (万股) 64200 / 64200

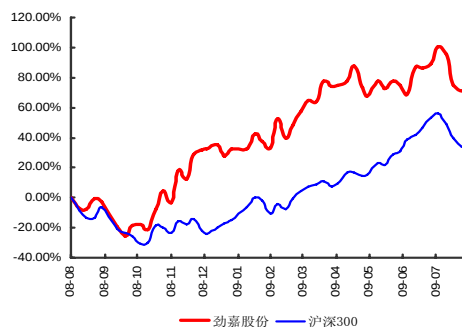
A 股市值 (亿元) 74

国家/地区 中国

行业 造纸

报告日期 2009 年 8 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-10.7%	90.6%	-17.3%
相对表现 (%)	2.8%	46.7%	22.2%

资料来源：WIND

财务预测

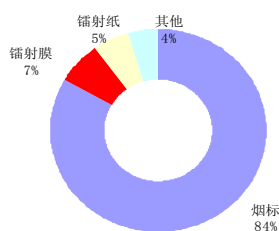
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1907.83	2460.27	3223.16	3406.82
同比%	30.81%	28.96%	31.01%	5.70%
归属母公司净利润	224.17	342.11	439.08	445.90
同比%	35.41%	52.61%	28.34%	1.55%
毛利率%	31.74%	36.73%	35.65%	35.20%
ROE%	12.87%	16.97%	18.55%	16.37%
EPS	0.35	0.53	0.68	0.69
PE	32.22	21.11	16.45	16.20

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

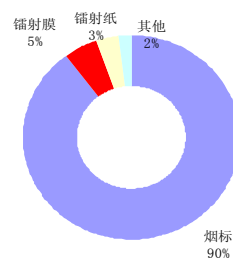
相关研究报告

《收购成长是未来看点》	2009.3.10
《盈利持续向上、收购整合市场》	2009.4.12
《收购贡献大部分盈利》	2009.4.27
《节日旺季到来，订单提升可期》	2009.8.16

图 1 公司主要收入来自烟标产品

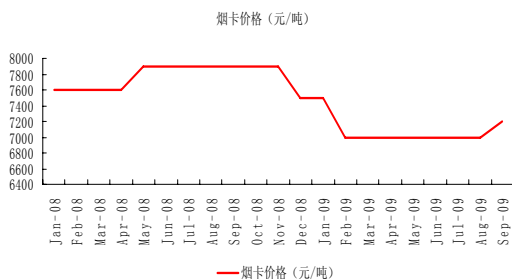


烟标贡献逾 9 成盈利

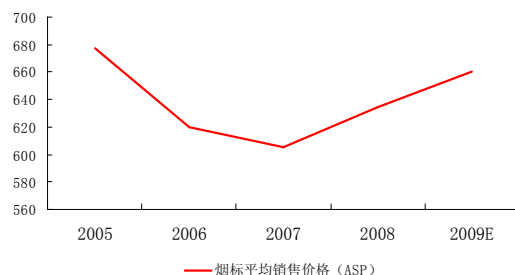


资料来源：东方证券研究所

图 2 烟卡价格即将上调 200 元

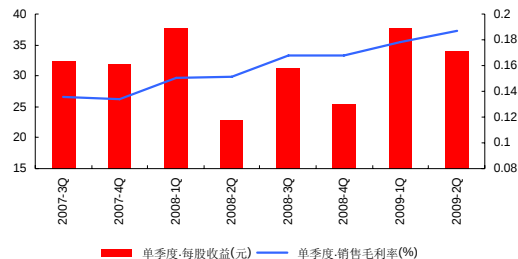


公司平均销售价格因结构改善而上调



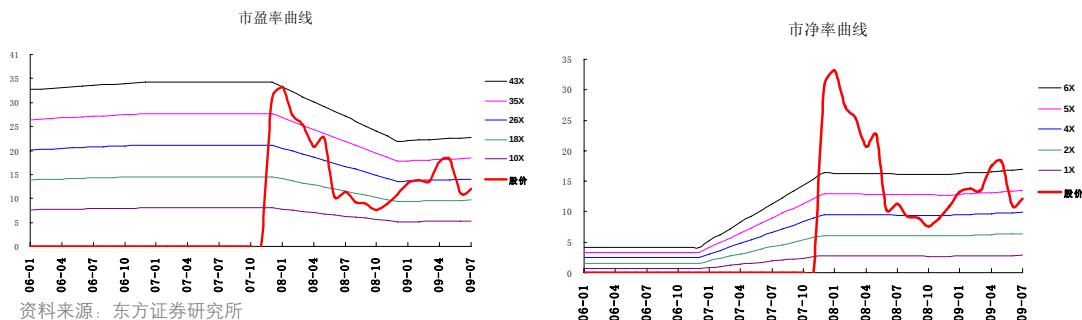
资料来源：东方证券研究所

图 3 毛利率逐季走高，二季度是相对淡季



资料来源：东方证券研究所

图 4 公司估值处于合理水平，接近历史低位



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1343.45	1458.46	1907.83	2460.27	3223.16	3406.82
增长率(%)	19.53%	8.56%	30.81%	28.96%	31.01%	5.70%
归属母公司股东净利润	162.78	165.54	224.17	342.11	439.08	445.90
增长率(%)	5.68%	1.70%	35.41%	52.61%	28.34%	1.55%
每股收益(EPS)	0.25	0.26	0.35	0.53	0.68	0.69
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.04	0.11	0.14	0.14
销售毛利率	24.69%	27.28%	31.74%	36.73%	35.65%	35.20%
销售净利率	14.12%	15.23%	17.55%	20.15%	19.46%	18.70%
净资产收益率(ROE)	35.97%	9.34%	12.87%	16.97%	18.55%	16.37%
市盈率(P/E)	44.37	43.63	32.22	21.11	16.45	16.20
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.004	0.009	0.012	0.012

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1343.45	1458.46	1907.83	2460.27	3223.16	3406.82
减: 营业成本	1011.70	1060.62	1302.37	1556.51	2074.08	2207.55
营业税金及附加	0.94	1.01	2.77	3.57	4.68	4.95
营业费用	38.24	40.71	61.46	71.35	103.14	112.43
管理费用	64.55	95.24	155.60	223.88	270.75	296.39
财务费用	25.78	24.66	3.19	-3.07	-7.24	-14.12
资产减值损失	3.15	-2.79	9.74	3.37	3.37	3.37
加: 投资收益	1.47	0.00	0.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	200.54	239.02	372.92	604.65	774.39	796.25
加: 其他非经营损益	8.52	8.28	24.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.06	247.31	397.12	604.65	774.39	796.25
减: 所得税	19.34	25.12	62.29	108.84	147.13	159.25
净利润	189.72	222.19	334.82	495.81	627.25	637.00
减: 少数股东损益	26.94	56.64	110.66	153.70	188.18	191.10
归属母公司股东净利润	162.78	165.54	224.17	342.11	439.08	445.90
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	190.15	1236.07	849.99	406.52	348.22	1017.56
应收和预付款项	349.24	268.97	524.57	535.25	838.62	614.08
存货	305.77	300.95	462.14	451.07	765.80	529.38
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.15	1.24	1.24	1.24	1.24

投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	637.75	701.54	1372.64	1852.92	2083.03	2263.14
无形资产和开发支出	79.87	222.18	424.29	392.30	360.32	328.34
其他非流动资产	2.36	0.00	3.54	1.77	0.00	0.00
资产总计	1565.15	2729.87	3638.42	3641.08	4397.23	4753.73
短期借款	218.00	213.00	369.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	564.10	378.66	605.99	707.67	991.38	800.06
长期借款	176.11	177.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	10.00	243.61	87.00	20.00	20.00
负债合计	958.21	778.66	1219.39	794.67	1011.38	820.06
股本	200.00	267.50	428.00	428.00	428.00	428.00
资本公积	10.20	1094.57	709.05	709.05	709.05	709.05
留存收益	242.27	410.86	605.24	878.92	1230.19	1586.90
归属母公司股东权益	452.47	1772.94	1742.29	2015.97	2367.24	2723.96
少数股东权益	154.46	178.27	676.74	830.44	1018.61	1209.71
股东权益合计	606.93	1951.20	2419.02	2846.41	3385.85	3933.67
负债和股东权益合计	1565.15	2729.87	3638.42	3641.08	4397.23	4753.73
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	372.02	192.25	471.72	731.10	588.02	1243.15
投资性现金净流量	-155.24	-255.85	-682.17	-681.98	-500.00	-500.00
筹资性现金净流量	-252.53	1169.96	-178.16	-492.59	-146.32	-73.81
现金流量净额	-35.86	1104.49	-387.84	-443.47	-58.30	669.33

资料来源：东方证券研究所

附录一：2009 年新增文化纸和白卡纸产能

纸品分类	企业名称	能力 (万吨/年)	建设地点	计划投产时间(年)	品种
文化用纸	白云纸业	13.6	河南驻马店	2009	高档文化纸
	中冶纸业银河	20	山东临清	2009	文化用纸
	银鸽投资	10	河南	2009	高档文化用纸
	岳阳纸业	40	湖南岳阳	2009	SC 超压纸
	亨利实业	15	河南新乡	2009	高档文化用纸
	西滑封造纸	20	河南武陟	2009	高档文化用纸
	江河纸业	20	河南焦作	2009	无碳复写纸

纸品分类	企业名称	能力 (万吨/年)	建设地点	计划投产时间(年)	品种
白卡白板纸	泰格林纸	30	湖南岳阳	2009	涂布白卡纸
	金桂浆纸	60	广西钦州	2008 或 2009	食品级白卡纸板
	宏远纸业	12	河南新密	2009	白板纸、箱板纸
	恒兴纸业	10	河南商丘	2009	液体食品复合软包装材料原纸
	太阳纸业	40	山东兖州	2008	液体包装纸板及白卡纸

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：旅游、轻工行业资深分析师

郑 恺：造纸、轻工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn