

劲嘉股份：今年并购进展弱于市场预期

调研快报

报告关键点：

- 今年并购弱于市场预期；
- 下调投资评级至增持-B，六个月目标价11.2元。

报告摘要：

- 外延式扩张是公司业绩快速增长的主要途径。公司属于烟包印刷行业，烟标的毛利构成09年占比在90%以上。烟标行业处于烟草行业上游，其需求与烟草的消费密切相关。由于国内烟草行业仍处于管制阶段，每年的销量增速在5%以内，因此在不进行外延式扩张的情况下，劲嘉股份的需求受到行业增速缓慢的制约。尽管，由于烟标的结构化升级等因素的利好支撑，公司自身的需求增速仍不会超过20%。
- 上市以来公司外延式扩张一直在进行。公司在07年12月份上市以来，积极实行外延式扩张的战略并取得比较好的成绩。2008年4月公司收购了天外绿包29%的股权，7月收购了中丰田60%的股权实现了产业链的延伸，10月份收购了安徽安泰剩余49%的股权实现完全控股，2009年7月增持了天外绿包24.05%的股权实现对天外绿包的绝对控股。上述收购保证了公司最近两年业绩的快速增长，2008-09年公司实现净利润增长分别为35.4%和45.9%。
- 今年的并购将会弱于预期。根据我们对公司的调研情况，今年的并购进展将会低于预期，由于涉及内部管理以及对并购整合所带来问题的重视，尽管有一些储备的并购项目，但下半年产生新并购的可能性不大。
- 下调公司投资评级及目标价。由于最近两年公司业绩的大幅增长主要来自于并购所产生的并表收入，2010年在假设并购不发生的情况下，公司业绩的增量主要来自于贵州劲嘉（去年下半年投产）、天外绿包24.05%股权的并表（去年7月份收购）、以及部分子公司税收的减免。在这种背景下，我们下调公司2010-11年的每股收益分别至0.56、0.61元，给予公司今年20倍的PE，下调目标价至11.2元，投资评级下调至增持-B。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,907.8	2,154.4	2,224.0	2,571.0	3,033.8
Growth(%)	30.8%	12.9%	3.2%	15.6%	18.0%
净利润	334.8	429.9	478.0	527.0	643.2
Growth(%)	35.4%	45.9%	9.2%	10.2%	22.0%
毛利率(%)	31.7%	36.6%	36.5%	35.8%	35.9%
净利润率(%)	11.7%	15.2%	16.1%	15.3%	15.8%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.56	0.61	0.75
每股净资产(元)	3.77	3.98	4.56	5.22	6.03
市盈率	31.3	21.5	19.7	17.8	14.6
市净率	2.9	2.8	2.4	2.1	1.8
净资产收益率(%)	13.8%	16.8%	16.3%	15.7%	16.6%
ROIC(%)	28.6%	20.5%	19.5%	19.2%	20.9%
EV/EBITDA	10.4	11.8	10.6	9.4	7.6

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

增持-B

上次评级：买入-B

目标价格：11.20 元

期限：6 个月 上次预测：18.20 元

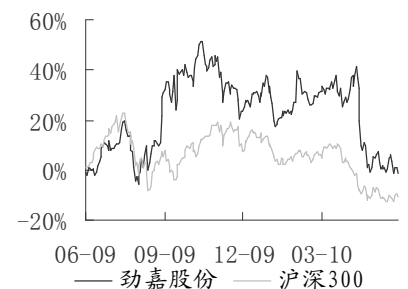
现价：10.94 元

报告日期：2010-06-23

市场数据

总市值(百万元)	7,023.48
流通市值(百万元)	2,000.59
总股本(百万股)	642.00
流通股本(百万股)	182.87
12 个月最高/最低	10.36/17.28 元
十大流通股(%)	22.76%
股东户数	33,875

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.96)	(9.03)	9.12
绝对收益	(2.33)	(24.82)	(1.43)

研究员

郭振举

行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

证书编号

S1450210010308

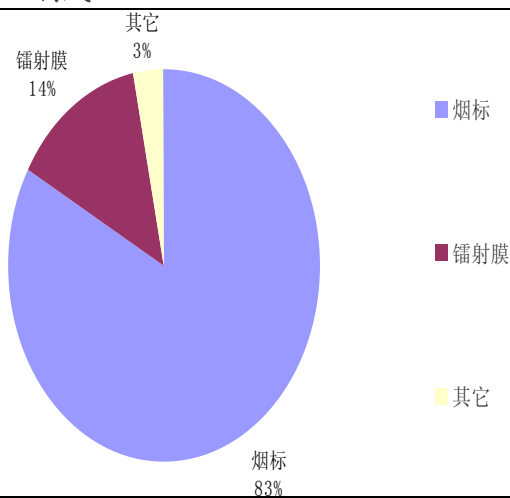
前期研究成果

- 劲嘉股份：今年的外延式并购值得期待
2010-04-12
- 劲嘉股份：2010 存在更大投资机会
2009-12-16
- 劲嘉股份：业绩的增速符合预期
2009-10-29

1. 外延式扩张是公司业绩快速增长的主要途径

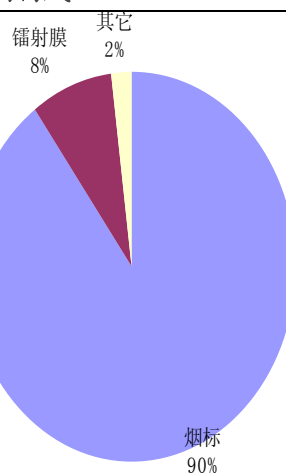
公司属于烟包印刷行业，烟标的毛利构成 09 年占比在 90%以上。烟标行业处于烟草行业上游，其需求与烟草的消费密切相关。由于国内烟草行业仍处于管制阶段，每年的销量增速在 5%以内，因此在不进行外延式扩张的情况下，劲嘉股份的需求受到行业增速缓慢的制约。尽管，由于烟标的结构化升级等因素的利好支撑，公司自身的需求增速仍不会超过 20%。同时，从烟标行业的市占率来看，使得并购扩张可以成为一种持续进行的可能。

图 1 公司收入构成



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

图 2 公司毛利构成



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

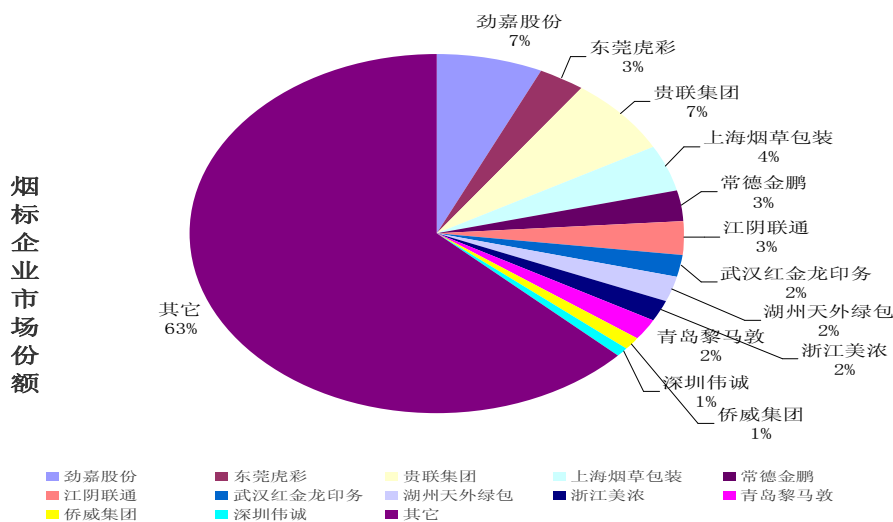
表1 2008年-2010年烟标市场需求量

单位: 万大箱

	2008	2009	2010E
市场需求（万大箱）	4,210.3	4,290	4,380.4
增长率（%）	3	2	2

数据来源：综合开发研究院（中国·深圳） 安信证券研究中心

图 3 烟标行业的市场份额分布



资料来源：印刷经理人 安信证券研究中心

2. 上市以来公司外延式扩张一直在进行。

公司在 07 年 12 月份上市以来,积极实行外延式扩张的战略并取得比较好的成绩。2008 年 4 月公司收购了天外绿包 29%的股权,7 月收购了中丰田 60%的股权实现了产业链的延伸,10 月份收购了安徽安泰剩余 49%的股权实现完全控股,2009 年 7 月增持了天外绿包 24.05%的股权实现对天外绿包的绝对控股。上述收购保证了公司最近两年业绩的快速增长,2008-09 年公司实现净利润增长分别为 35.4%和 45.9%。

表 2 上市以来的收购

单位: 万元

收购时间	目标公司	收购金额	09 年业绩
08 年 4 月	天外绿包 29%的股权	11832	5355
08 年 7 月	中丰田 60%的股权	35977	2457
08 年 10 月	安徽安泰 49%的股权	32574	7919
09 年 7 月	天外绿包 24.05%的股权	10195	5355

数据来源: 公司资料

上市以来公司的综合毛利率水平有所上升,主要得益于烟标产品结构的调整所导致的产品价格水平的提升以及设备工艺的改进所导致的成本的下降。同时,向上游延伸的产业链、烟标改款、技术进步等因素也造成了毛利率水平的提升。因此,公司收入的增速虽然 09 年在下降,但近两年的净利润仍实现高增长。

图 4 最近 2 年净利润实现快速增长、收入增速下降



数据来源: 公司年报 安信证券研究中心

3. 盈利预测与估值

公司的扩张主要受制于外延式并购的进展。公司属于烟包印刷行业,烟标的毛利构成 09 年占比在 90%以上。烟标行业处于烟草行业的中游,其需求与烟草的消费密切相关。由于国内烟草行业仍处于管制阶段,每年的销量增速在 5%以内,因此在不进行外延式扩张的情况下,劲嘉股份的需求受到行业增速缓慢的制约。尽管,由于烟标的结构化升级等因素的利好支撑,公司自身的需求增速仍不会超过 20%。

今年的并购将会弱于预期。根据我们对公司的调研情况,今年的并购进展将会低于预

期，由于涉及内部管理以及对并购整合所带来问题的重视，尽管有一些储备的并购项目，但下半年产生新并购的可能性不大。

下调公司投资评级及目标价。由于最近两年公司业绩的大幅增长主要来自于并购所产生的并表收入，2010年在假设并购不发生的情况下，公司业绩的增量主要来自于贵州劲嘉（去年下半年投产）、天外绿包 24.05%股权的并表（去年7月份收购）、以及部分子公司税收的减免。在这种背景下，我们下调公司 2010-11 年的每股收益分别至 0.56、0.61 元，给予公司今年 20 倍的 PE，下调目标价至 11.2 元，投资评级下调至增持-B。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-6-23		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	1,907.8	2,154.4	2,224.0	2,571.0	3,033.8	成长性							
减: 营业成本	1,302.4	1,366.0	1,412.3	1,650.6	1,944.6	营业收入增长率	30.8%	12.9%	3.2%	15.6%	18.0%		
营业税费	2.8	3.4	2.7	3.1	1.8	营业利润增长率	56.0%	32.3%	15.1%	10.3%	22.1%		
销售费用	61.5	71.5	68.9	79.7	97.1	净利润增长率	35.4%	45.9%	9.2%	10.2%	22.0%		
管理费用	155.6	196.8	182.4	218.5	242.7	EBITDA 增长率	44.3%	31.0%	11.3%	13.0%	21.0%		
财务费用	3.2	0.3	-5.1	-11.6	-22.3	EBIT 增长率	42.6%	31.2%	14.0%	9.2%	20.8%		
资产减值损失	9.7	23.6	-5.2	4.3	5.1	NOPLAT 增长率	38.1%	27.4%	10.1%	9.2%	20.7%		
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	77.9%	15.5%	11.1%	10.8%	7.4%		
投资和汇兑收益	0.2	0.5	-	-	-	净资产增长率	24.0%	5.5%	14.6%	14.6%	15.4%		
营业利润	372.9	493.4	568.1	626.4	764.7	利润率							
加: 营业外净收支	24.2	19.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	31.7%	36.6%	36.5%	35.8%	35.9%		
利润总额	397.1	512.5	569.1	627.4	765.7	营业利润率	19.5%	22.9%	25.5%	24.4%	25.2%		
减: 所得税	62.3	82.7	91.1	100.4	122.5	净利润率	11.7%	15.2%	16.1%	15.3%	15.8%		
净利润	334.8	429.9	478.0	527.0	643.2	EBITDA/营业收入	25.5%	29.6%	31.9%	31.2%	32.0%		
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	19.7%	22.9%	25.3%	23.9%	24.5%		
货币资金	956.0	828.4	827.9	855.7	999.5	运营效率							
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	170	207	228	235	229		
应收帐款	261.8	329.7	322.9	373.3	440.5	流动营业资本周转天数	65	88	90	72	66		
应收票据	222.5	241.5	243.7	281.8	332.5	流动资产周转天数	359	317	295	262	250		
预付帐款	40.3	14.2	0.1	-16.4	-35.9	应收帐款周转天数	43	47	50	46	46		
存货	462.1	438.3	422.7	494.0	582.1	存货周转天数	75	79	73	68	67		
其他流动资产	0.0	-0.0	-26.7	-37.1	-50.9	总资产周转天数	617	625	627	596	565		
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	309	378	414	397	367		
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率							
长期股权投资	1.2	0.9	-	-	-	ROE	13.8%	16.8%	16.3%	15.7%	16.6%		
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	11.6%	11.9%	11.7%	12.8%		
固定资产	1,205.7	1,267.7	1,547.8	1,814.0	2,041.5	ROIC	28.6%	20.5%	19.5%	19.2%	20.9%		
在建工程	167.0	188.8	233.3	230.0	228.0	费用率							
无形资产	308.2	278.7	278.8	278.9	279.0	销售费用率	3.2%	3.3%	3.1%	3.1%	3.2%		
其他非流动资产	128.6	133.3	178.0	216.0	220.8	管理费用率	8.2%	9.1%	8.2%	8.5%	8.0%		
资产总额	3,755.7	3,721.4	4,028.7	4,490.1	5,036.9	财务费用率	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.7%		
短期债务	369.8	440.0	330.8	191.2	-	三费/营业收入	11.5%	12.5%	11.1%	11.1%	10.5%		
应付帐款	401.9	301.9	321.1	375.3	442.2	偿债能力							
应付票据	194.1	167.8	193.5	226.1	266.4	资产负债率	35.6%	31.4%	27.4%	25.3%	23.1%		
其他流动负债	222.5	194.9	204.6	247.0	302.4	负债权益比	55.3%	45.8%	37.7%	33.9%	30.1%		
长期借款	-	6.0	8.0	10.0	12.0	流动比率	1.63	1.68	1.71	1.88	2.24		
其他非流动负债	148.3	57.9	44.7	86.3	141.9	速动比率	1.22	1.26	1.28	1.38	1.64		
负债总额	1,336.7	1,168.5	1,102.8	1,136.0	1,164.9	利息保障倍数	117.77	1,676.33	-110.72	-53.12	-33.33		
少数股东权益	676.7	645.9	748.7	862.0	1,000.4	分红指标							
股本	428.0	642.0	642.0	642.0	642.0	DPS(元)	0.04	0.20	0.11	0.09	0.12		
留存收益	1,316.0	1,267.3	1,535.2	1,850.1	2,229.7	分红比率	11.9%	39.3%	20.0%	15.0%	16.0%		
股东权益	2,419.0	2,552.9	2,925.9	3,354.1	3,872.0	股息收益率	0.4%	1.8%	1.0%	0.8%	1.1%		
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
净利润	334.8	429.9	478.0	527.0	643.2	EPS(元)	0.35	0.51	0.56	0.61	0.75		
加: 折旧和摊销	117.1	151.7	146.1	186.5	227.1	BVPS(元)	3.77	3.98	4.56	5.22	6.03		
资产减值准备	9.7	23.6	-5.2	4.3	5.1	PE(X)	31.3	21.5	19.7	17.8	14.6		
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.8	2.4	2.1	1.8		
财务费用	28.3	8.0	5.8	-5.1	-11.6	P/FCF	-	154.3	-316.7	-285.5	101.3		
投资收益	-0.2	-0.5	-	-	-	P/S	3.7	3.3	3.2	2.7	2.3		
少数股东损益	110.7	102.8	120.9	133.3	162.7	EV/EBITDA	10.4	11.8	10.6	9.4	7.6		
营运资金的变动	198.0	-305.3	90.4	34.3	40.8	CAGR(%)	16.3%	14.4%	16.2%	-100.0%	-100.0%		
经营活动产生现金流量	470.4	371.1	825.2	873.9	1,056.7	PEG	1.9	1.5	1.2	-0.2	-0.1		
投资活动产生现金流量	-682.2	-362.8	-499.2	-470.1	-430.1	ROIC/WACC	3.9	2.8	2.7	2.6	2.9		
融资活动产生现金流量	-178.2	-112.8	-177.4	-185.1	-243.8	REP	0.6	1.1	1.0	1.0	0.8		

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，经济学博士，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

黄方禅

021-68765913

梁涛

021-68766067

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@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

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

南方

010-59113572

凌洁

021-68765237

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

刘欢

0755-82558069

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@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

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034