CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

东风股份 601515.SH

目标估值：NA
当前股价：10.55 元
2019 年 03 月 19 日

烟标业务稳步提升，新型烟草及工业大麻不断探索

基础数据

上证综指	3096
总股本（万股）	111200
已上市流通股（万股）	111200
总市值（亿元）	117
流通市值（亿元）	117
每股净资产（MRQ）	3.7
ROE（TTM）	17.9
资产负债率	26.9%
主要股东	香港东风投资集团有
主要股东持股比例	54.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	43	15
相对表现	23	27	23

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《东风股份（601515）—原材料价格上涨、客户降本增效导致毛利率有所下滑》2018-04-27

濮冬燕
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

郑恺
021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件：

2018 年公司实现收入 33.3 亿、营业利润 9.0 亿、净利润 7.5 亿，同比分别为 18.76%、17.24%、14.69%，每股收益为 0.67 元，业绩高于预期。分配预案：每 10 股派发现金股利 5 元（含税）、送红股 2 股（含税）。公司拟发行不超过 5 亿元可转债，同时拟以 2.59 亿元的价格受让贵州千叶药品包装 75%股权。

评论：

1、烟草创新产品及烟标出口促进公司烟标业务加速发展

公司烟标产品收入 27.58 亿元，同比增长 13.59%，销售量约为 379.17 万大箱，同比增长 9.89%。主要受于：1）2018 年烟草市场持续好转，且渠道库存不断消化，品牌培育实现新突破，结构优化取得新进展。2）公司“细中短爆”（细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟）等烟草创新品类收入同比增长 64.46%，细支烟烟标产品约 23.56 万大箱，同比增长 41%；3）出口烟标业务实现收入约 6,417 万元，产品已出口至香港、新加坡、菲律宾、印度尼西亚、越南、纳米比亚等地区，海外烟标市场成为新的增长点。

2、依托绿馨电子（顺灏 60%、东风 40%）发展新型烟草及工业大麻业务

新型烟草：绿馨电子累计获授包括“针式内加热不燃烧香烟内燃器”在内的相关专利约 70 余项，自有品牌 MOX 系列低温加热不燃烧烟具产品已成功销售至日本等国际市场。**工业大麻：**绿馨电子” 2019 年 2 月与云南汉素拟共同投资设立云南汉馨电子（暂定名），探索经营工业大麻花叶萃后基础材料应用的相关业务。

3、维持“审慎推荐-A”评级

公司在稳步加快烟标业务的同时，拟收购贵州千叶药品包装 75%股权发展药包业务；同时与顺灏股份强势联合共同探索新型烟草及工业大麻业务。预计 2019~2021 年 EPS 分别为 0.78 元、0.86 元、0.93 元，目前股价对应 19 年 PE 为 13.5 倍，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：烟草行业增速低于预期

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2802	3328	3914	4607	5312
同比增长	20%	19%	18%	18%	15%
营业利润(百万元)	768	900	1060	1163	1274
同比增长	14%	17%	18%	10%	10%
净利润(百万元)	652	748	872	951	1037
同比增长	15%	15%	17%	9%	9%
每股收益(元)	0.59	0.67	0.78	0.86	0.93
PE	18.0	15.7	13.5	12.3	11.3
PB	3.0	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：公司拟收购贵州千叶药品包装股份有限公司 75%股权

收购标的	贵州千叶药品包装股份有限公司75%股权
标的主要业务	主要从事药品包装材料的研发、生产、销售业务，主要产品包括药用PVC硬片及药用包装瓶等。
收购价格	25,923.00万元
承诺业绩	2019年度至2023年度净利润分别不低于1,375万元、1,750万元、2,210万元、2,880万元、3,590万元，累计不低于1.1805亿元。

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：盈利预测简表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2802	3328	3914	4607	5312
营业成本	1624	2042	2458	2953	3449
营业税金及附加	34	40	47	55	64
营业费用	93	108	127	149	172
管理费用	315	359	423	497	574
财务费用	23	14	(2)	(13)	(22)
资产减值损失	43	105	43	43	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	98	242	242	242	242
营业利润	768	900	1060	1163	1274
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	9	2	2	2	2
利润总额	760	900	1060	1163	1274
所得税	92	141	175	197	221
净利润	668	759	885	966	1053
少数股东损益	16	11	13	14	15
归属于母公司净利润	652	748	872	951	1037
EPS（元）	0.59	0.67	0.78	0.86	0.93

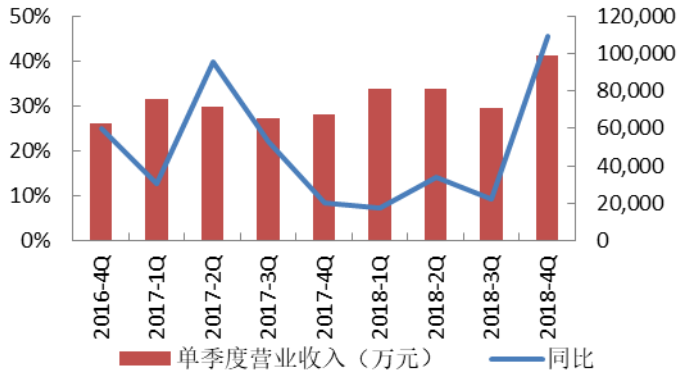
资料来源：公司数据、招商证券

表 3：各季度业绩回顾

（百万元）	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入	652	679	814	815	712	988
营业毛利						
营业费用	22	27	23	24	29	31
管理费用	75	95	76	82	61	66
财务费用	4	4	5	1	1	7
投资收益	24	15	26	15	15	160
营业利润	197	140	239	171	193	346
归属母公司净利润	161	135	208	150	134	256
EPS（元）	0.15	0.12	0.19	0.13	0.12	0.23
主要比率						
毛利率	42.3%	42.1%	42.7%	33.9%	39.5%	38.5%
营业费用率	3.4%	4.0%	2.9%	2.9%	4.1%	3.2%
管理费用率	11.5%	14.0%	9.3%	10.1%	8.6%	6.7%
营业利润率	30.2%	20.7%	29.4%	21.0%	27.2%	35.0%
有效税率	16.6%	-3.7%	13.0%	17.7%	14.5%	14.8%
净利率	24.8%	19.9%	25.6%	18.4%	18.8%	25.9%
YoY						
收入	22.1%	8.5%	7.4%	14.0%	9.2%	45.6%
归属母公司净利润	18.2%	15.6%	3.1%	-2.8%	-17.0%	89.8%

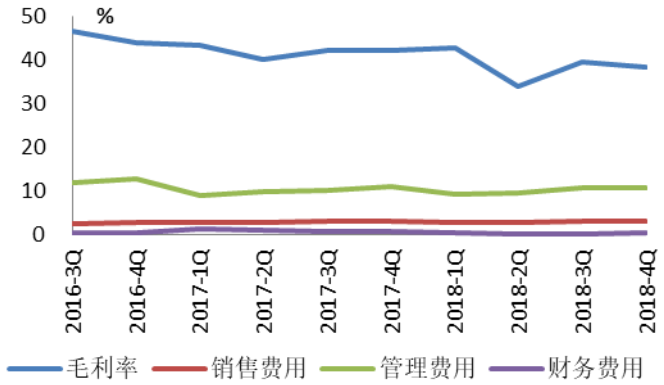
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：四季度受客户补货影响加速增长



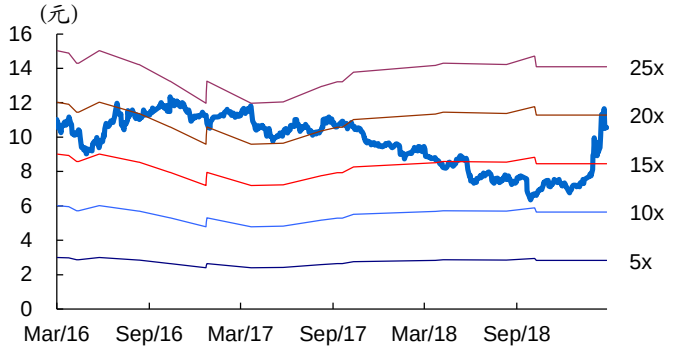
资料来源：Wind，招商证券

图 2：基膜等业务快速增长导致公司综合毛利率有所下滑



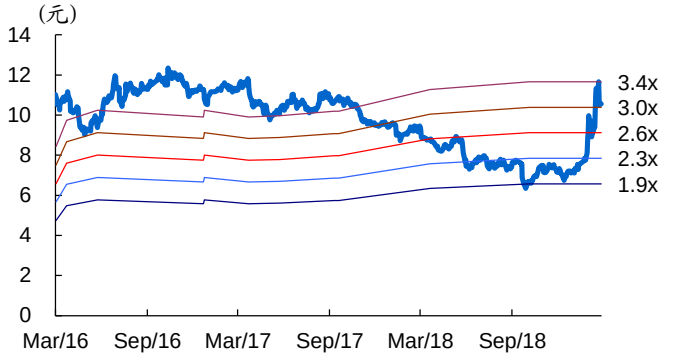
资料来源：Wind，招商证券

图 3：东风股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：东风股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1、《东风股份（601515）—原材料价格上涨、客户降本增效导致毛利率有所下滑》2018-04-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2811	2910	3788	4831	5924
现金	880	851	1418	2021	2669
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	332	332	391	460	531
应收款项	611	992	1128	1328	1531
其它应收款	8	8	10	11	13
存货	939	691	798	959	1120
其他	41	36	44	52	61
非流动资产	2877	2996	2869	2757	2658
长期股权投资	467	808	808	808	808
固定资产	1273	1348	1256	1176	1105
无形资产	343	323	291	262	235
其他	793	517	514	512	510
资产总计	**5688**	**5907**	**6656**	**7587**	**8582**
流动负债	1361	1240	1328	1555	1782
短期借款	164	14	20	20	20
应付账款	423	460	553	664	776
预收账款	4	11	13	16	18
其他	770	756	742	855	968
长期负债	282	350	350	350	350
长期借款	219	281	281	281	281
其他	63	69	69	69	69
负债合计	**1643**	**1590**	**1678**	**1905**	**2132**
股本	1112	1112	1112	1112	1112
资本公积金	131	(34)	(34)	(34)	(34)
留存收益	2605	3091	3741	4430	5182
少数股东权益	197	147	160	174	190
归属于母公司所有者权益	3848	4169	4818	5508	6260
负债及权益合计	**5688**	**5907**	**6656**	**7587**	**8582**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1192	661	729	690	750
净利润	652	748	872	951	1037
折旧摊销	192	182	208	192	178
财务费用	29	20	(2)	(13)	(22)
投资收益	(71)	(217)	(242)	(242)	(242)
营运资金变动	360	(129)	(129)	(227)	(231)
其它	30	56	22	28	29
投资活动现金流	(274)	(233)	162	162	162
资本支出	(153)	(118)	(80)	(80)	(80)
其他投资	(120)	(116)	242	242	242
筹资活动现金流	(1048)	(456)	(323)	(249)	(263)
借款变动	(808)	1	(103)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	62	(165)	0	0	0
股利分配	(278)	(278)	(222)	(261)	(285)
其他	(23)	(14)	2	13	22
现金净增加额	(130)	(28)	567	603	648

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2802	3328	3914	4607	5312
营业成本	1624	2042	2458	2953	3449
营业税金及附加	34	40	47	55	64
营业费用	93	108	127	149	172
管理费用	315	359	423	497	574
财务费用	23	14	(2)	(13)	(22)
资产减值损失	43	105	43	43	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	98	242	242	242	242
营业利润	768	900	1060	1163	1274
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	9	2	2	2	2
利润总额	760	900	1060	1163	1274
所得税	92	141	175	197	221
净利润	668	759	885	966	1053
少数股东损益	16	11	13	14	15
归属于母公司净利润	652	748	872	951	1037
EPS（元）	0.59	0.67	0.78	0.86	0.93

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	20%	19%	18%	18%	15%
营业利润	14%	17%	18%	10%	10%
净利润	15%	15%	17%	9%	9%
获利能力					
毛利率	42.0%	38.6%	37.2%	35.9%	35.1%
净利率	23.3%	22.5%	22.3%	20.6%	19.5%
ROE	16.9%	17.9%	18.1%	17.3%	16.6%
ROIC	15.2%	15.2%	15.8%	15.1%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	28.9%	26.9%	25.2%	25.1%	24.8%
净负债比率	7.8%	6.8%	4.5%	4.0%	3.5%
流动比率	2.1	2.3	2.9	3.1	3.3
速动比率	1.4	1.8	2.3	2.5	2.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.8	2.5	3.3	3.4	3.3
应收帐款周转率	3.8	4.2	3.7	3.8	3.7
应付帐款周转率	3.6	4.6	4.9	4.9	4.8
每股资料（元）					
每股收益	0.59	0.67	0.78	0.86	0.93
每股经营现金	1.07	0.59	0.66	0.62	0.67
每股净资产	3.46	3.75	4.33	4.95	5.63
每股股利	0.25	0.20	0.24	0.26	0.28
估值比率					
PE	18.0	15.7	13.5	12.3	11.3
PB	3.0	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.2	9.6	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑　恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。