



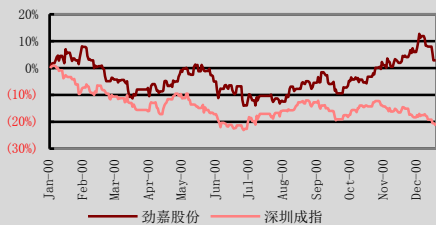
002191.SZ

增持

市场价格：人民币 14.11

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	76.2	37.5	71.0	75.1
相对深证成指	35.5	32.3	37.8	81.0

发行股数(百万)	1,465
流通股(%)	87
总市值(人民币 百万)	20,669
3个月日均交易额(人民币 百万)	520
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市劲嘉创业投资有限公司	31

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年4月15日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

## 劲嘉股份

### 烟标龙头地位稳固，新型烟草布局领先

公司是传统烟标龙头企业，具备技术与客户优势，2017年烟标销量市占率为8.1%（含重庆宏声），位居第一；另外，公司新型烟草制品的研发、生产、销售、服务布局领先，待政策放开，将率先受益。

#### 支撑评级的要点

- **技术与客户优势助烟标业务稳增长。**公司历年研发投入居行业前沿（2018Q1-Q3 研发费用率5.8%），专利数量居行业第一，屡获 Pentawards、WPO、iF 等设计大奖，成绩斐然，技术优势明显。其超 20 年的烟标生产与配套服务经验铸就了优质客户服务水平，成功与超 80% 中烟公司达成战略合作，客户优势牢固，烟标业务增长稳健。
- **新型烟草业务布局领先。**公司 2014 年开始布局新型烟草业务，成功推出蒸汽生活系列电子烟产品，并与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司达成合作，共同研发加热不燃烧新型烟草制品。与此同时，公司通过与合元科技、和而泰、复星安泰、米物科技等的合作，实现设计、研发、生产、销售、服务全方位布局。待公司技术与产品储备完成，新型烟草政策放开，有望率先乘风而起，享受放量红利。
- **彩盒业务持续向好。**为培育新利润增长点，公司积极布局 3C 电子产品、快消品、精品烟草礼盒等领域，成功获得 VIVO、云南白药牙膏等知名客户，并与茅台技开司达成战略合作，收购申仁包装 40.6% 的股权，切入高端白酒包装领域，成功开拓茅台醇、劲酒、江小白等知名客户，2018 年彩盒营收同比+79.81%，占总营收 14.24%（+5.17%），持续向好。

#### 估值

- 公司烟标与彩盒业务增速向好，新型烟草业务具技术与渠道优势，全方位布局领先。当前股本下，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.50/0.59/0.68 元，同比增长 26.4%、19.3%、14.7%，当前股价对应 2019 年 PE24X，维持 **增持** 评级。

#### 评级面临的主要风险

- 控烟力度超预期；新型烟草政策开放进程低于预期。
- 烟标采购价格下降；新型烟草业务拓展不达预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,777	2,945	3,373	3,837	4,370
变动(%)	2	6	15	14	14
净利润(人民币 百万)	571	575	726	866	993
全面摊薄每股收益(人民币)	0.390	0.392	0.496	0.591	0.678
变动(%)	(19.1)	0.7	26.4	19.3	14.7
全面摊薄市盈率(倍)	36.2	36.0	28.5	23.9	20.8
价格/每股现金流量(倍)	22.5	25.2	14.7	20.6	18.5
每股现金流量(人民币)	0.63	0.56	0.96	0.68	0.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	20.5	16.0	13.3	11.1
每股股息(人民币)	0.449	0.449	0.149	0.177	0.203
股息率(%)	3.2	3.2	1.1	1.3	1.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,777	2,945	3,373	3,837	4,370
销售成本	(1,629)	(1,646)	(1,896)	(2,103)	(2,406)
经营费用	(261)	(352)	(336)	(430)	(506)
息税折旧前利润	887	947	1,141	1,305	1,458
折旧及摊销	(183)	(149)	(173)	(148)	(126)
经营利润(息税前利润)	703	799	968	1,157	1,331
净利息收入/(费用)	(3)	7	30	52	82
其他收益/(损失)	(153)	(156)	(161)	(142)	(135)
税前利润	727	789	994	1,187	1,359
所得税	(89)	(116)	(144)	(173)	(198)
少数股东权益	(67)	(98)	(124)	(148)	(170)
净利润	571	575	726	866	993
核心净利润	541	575	711	851	983
每股收益(人民币)	0.390	0.392	0.496	0.591	0.678
核心每股收益(人民币)	0.370	0.392	0.486	0.581	0.671
每股股息(人民币)	0.449	0.449	0.149	0.177	0.203
收入增长(%)	2	6	15	14	14
息税前利润增长(%)	(18)	14	21	19	15
息税折旧前利润增长(%)	(11)	7	20	14	12
每股收益增长(%)	(19)	1	26	19	15
核心每股收益增长(%)	(18)	6	24	20	15

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	727	789	994	1,187	1,359
折旧与摊销	183	149	173	148	126
净利息费用	7	3	(15)	(24)	(36)
运营资本变动	418	39	90	100	100
税金	89	116	144	173	198
其他经营现金流	(507)	(276)	21	(581)	(627)
经营活动产生的现金流	918	820	1,408	1,003	1,119
购买固定资产净值	(995)	136	136	136	136
投资减少/增加	560	(838)	22	5	(83)
其他投资现金流	(79)	(599)	22	(25)	216
投资活动产生的现金流	(515)	(1,300)	180	117	270
净增权益	0	179	(30)	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(658)	(658)	(218)	(260)	(298)
其他融资现金流	437	1,438	(54)	157	156
融资活动产生的现金流	(221)	960	(302)	(103)	(142)
现金变动	182	479	1,286	1,017	1,247
期初现金	571	786	1,227	2,513	3,530
公司自由现金流	407	(470)	1,603	1,147	1,434
权益自由现金流	396	(484)	1,603	1,143	1,425

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	786	1,227	2,513	3,530	4,778
应收帐款	814	669	831	969	1,052
库存	635	712	692	827	952
其他流动资产	223	916	557	711	963
流动资产总计	2,457	3,524	4,593	6,038	7,745
固定资产	2,006	1,681	1,429	1,195	980
无形资产	1,684	1,600	1,571	1,545	214
其他长期资产	497	1,280	1,286	1,366	2,609
长期资产总计	4,223	4,600	4,325	4,145	3,842
总资产	6,681	8,124	8,918	10,183	11,587
应付帐款	650	660	670	808	913
短期债务	296	10	100	200	300
其他流动负债	858	725	973	1,203	1,500
流动负债总计	1,804	1,395	1,743	2,212	2,714
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	65	38	38	38	38
股本	1,316	1,495	1,465	1,465	1,465
储备	3,178	4,954	5,306	5,955	6,687
股东权益	4,494	6,449	6,771	7,419	8,152
少数股东权益	318	242	366	514	683
总负债及权益	6,681	8,124	8,918	10,183	11,587
每股帐面价值(人民币)	3.07	4.40	4.62	5.06	5.56
每股有形资产(人民币)	2.14	3.24	3.55	4.01	5.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.37)	(0.81)	(1.65)	(2.27)	(3.06)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.9	32.2	33.8	34.0	33.4
息税前利润率(%)	25.3	27.1	28.7	30.1	30.5
税前利润率(%)	26.2	26.8	29.5	30.9	31.1
净利率(%)	20.6	19.5	21.5	22.6	22.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	2.5	2.6	2.7	2.9
利息覆盖率(倍)	62.1	60.0	2,151.5	257.1	147.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	2.0	2.2	2.4	2.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	36.2	36.0	28.5	23.9	20.8
核心业务市盈率(倍)	38.2	36.0	29.1	24.3	21.0
市净率(倍)	4.6	3.2	3.1	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	22.5	25.2	14.7	20.6	18.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	20.5	16.0	13.3	11.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	149.3	135.2	131.9	135.0
应收帐款周转天数	106.9	91.8	81.1	85.6	84.4
应付帐款周转天数	85.4	81.2	72.0	70.3	71.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	115.3	114.5	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.7	10.5	11.0	12.2	12.8
资产收益率(%)	9.2	9.2	9.7	10.4	10.5
已运用资本收益率(%)	13.9	13.7	14.1	15.4	15.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测