

林纸产品/原材料

集友股份(603429)

招标降价致业绩弱于预期，新型烟草产品潜力仍存

——集友股份 2020 年报点评

	穆方舟(分析师)	张心怡(分析师)	林昕宇(分析师)
	0755-23976527	010-83939817	010-83939845
	mufangzhou@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880520080003	S0880518080003

本报告导读:

股权激励导致管理费用率大幅增长，产品招标价下降等因素导致各项业务经营偏弱。

但长期来看，烟标结构升级推动发展，新型烟草“加热植物芯”产品前景可期。

投资要点:

下调目标价至 36.97 元，维持增持评级。公司发布 2020 年报，业绩低于预期。疫情和行业竞争加剧背景下面临多重挑战，招标中主动或被动产品价格下调为应对手段之一，直接影响经济效益，下调 2021~2023 年 EPS 至 0.43 (-0.77) / 0.57 (-0.89) / 0.69 元。但考虑公司携手中烟新型烟草业务有序推进，自主品牌加热植物芯产品有望上市，参考同业给予一定估值溢价，给予 2022 年 65 倍 PE，下调目标价至 36.97 元，维持增持评级。

股权激励导致管理费用率大幅增长，业绩低于预期。疫情及其防控措施对公司生产经营造成较大负面影响，拖累市场开拓进度，部分产品招标执行价格下降，全年公司实现营收 4.64 亿元，同降 30.88%；实现归母净利润 0.72 亿元，同降 64.41%；毛利率降低 6.37pct 至 37.49%，受限制性股票激励相关股份支付费用计入管理费用和政府补助同比减少等因素影响，管理费用率大幅攀升 12.80pct 至 25.35%，净利率降低 15.56pct 至 14.74%。

产品招标价下降、疫情影响市场拓展等因素导致各项业务经营偏弱。烟标收入下降 36.31%，销量下降 32.17%，毛利率下降 8.23pct 至 26.04%；接装纸收入下降 25.79%，销量下降 18.78%，毛利率下降 5.99pct 至 47.87%。烟标+接装纸结构升级协同发展，新型烟草“加热植物芯”产品蓄势待发。公司有望持续受益于中高端烟标行业结构升级，积极配合中烟公司开展均质化薄片联合研发技术交流，将推出自主品牌“加热植物芯产品”，原料中不含有烟草专卖品，在烟气、烟香等较为稳定，已具备一定上市基础。

风险提示：原材料价格波动风险，产业政策风险，市场竞争加剧风险

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	671	464	648	829	957
(+/-)%	46%	-31%	40%	28%	15%
经营利润(EBIT)	185	43	147	195	237
(+/-)%	44%	-77%	242%	33%	22%
净利润(归母)	202	72	165	216	261
(+/-)%	75%	-64%	129%	31%	21%
每股净收益(元)	0.53	0.19	0.43	0.57	0.69
每股股利(元)	0.20	0.26	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率(%)	27.6%	9.3%	22.6%	23.5%	24.7%
净资产收益率(%)	17.2%	6.0%	11.7%	13.0%	13.3%
投入资本回报率(%)	13.3%	3.1%	9.0%	10.2%	10.6%
EV/EBITDA	39.17	117.92	111.62	87.97	67.75
市盈率	59.80	168.04	73.26	55.77	46.19
股息率(%)	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 36.97

上次预测: 41.92

当前价格: 31.72

2021.03.24

交易数据

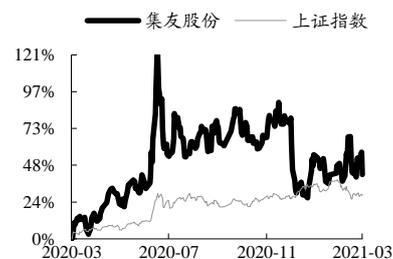
52 周内股价区间(元)	28.31-49.30
总市值(百万元)	12,061
总股本/流通 A 股(百万股)	380/373
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量(百万股)	4.16
日均成交值(百万元)	136.14

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,206
每股净资产	3.17
市净率	10.0
净负债率	-51.55%

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	0.01	0.08
Q2	0.06	0.12
Q3	0.02	0.09
Q4	0.10	0.14
全年	0.19	0.43

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-21%	42%
相对指数	4%	-22%	14%

相关报告

卷烟包装产能释放协同发展，新型烟草布局未来可期 2020.07.23

模型更新时间: 2021.03.24

股票研究

原材料
林纸产品

集友股份(603429)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **36.97**

上次预测: 41.92

当前价格: 31.72

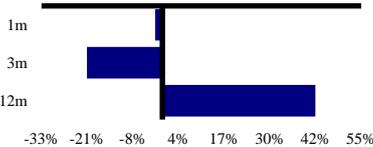
公司网址

www.ahjiyou.com.cn

公司简介

公司是一家集水松纸和烟用封签设计、生产、销售及服务为一体的民营企业,公司是省“明星企业”、市“十佳个体企业”、市“先进私营企业”、“安庆市民营企业五十强”、省、国税局联合颁发的“A级纳税信用单位”、市国税局“模范纳税单位”、“市诚信纳税企业”、省农行“AA级资信企业”、市人民银行“金融守信企业”、市银行业协会“诚信企业”,并连续多年被县委、县政府授予“纳税大户”、“十强工业”、“先进企业”、等光荣称号。2018年,公司通过重大资产重组收购大风科技100%股权,成为公司之全资子公司。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围

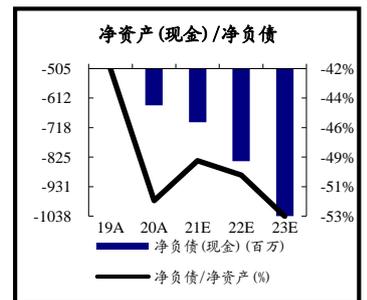
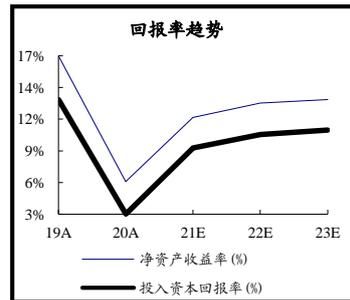
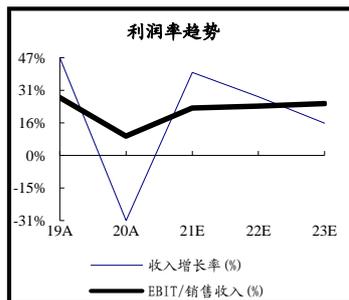
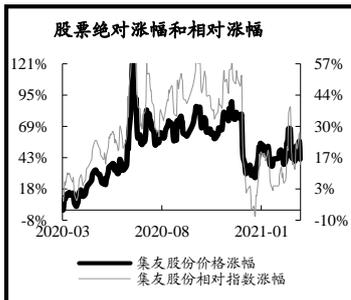
28.31-49.30

市值(百万)

12,061

财务预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表					
营业总收入	671	464	648	829	957
营业成本	378	290	387	497	569
税金及附加	6	6	6	7	9
销售费用	18	8	12	15	17
管理费用	48	80	52	61	68
EBIT	185	43	147	195	237
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	5	6	7
财务费用	-13	-14	-8	-9	-11
营业利润	235	78	179	235	284
所得税	32	9	21	27	33
少数股东损益	2	-3	-6	-8	-10
净利润	202	72	165	216	261
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	512	638	709	850	1,047
其他流动资产	27	20	20	20	20
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	549	544	663	794	917
无形及其他资产	63	62	64	67	70
资产合计	1,599	1,616	1,924	2,298	2,671
流动负债	381	345	459	578	669
非流动负债	24	34	34	34	34
股东权益	1,195	1,237	1,432	1,686	1,969
投入资本(IC)	1,201	1,237	1,442	1,696	1,979
现金流量表					
NOPLAT	160	38	130	173	210
折旧与摊销	42	47	-45	-67	-74
流动资金增量	35	-75	2	-30	-25
资本支出	-163	-81	-50	-30	-5
自由现金流	74	-70	37	45	106
经营现金流	217	174	107	166	195
投资现金流	-144	-77	-45	-24	2
融资现金流	333	32	10	0	0
现金流净增加额	406	128	72	141	197
财务指标					
成长性					
收入增长率	46.5%	-30.9%	39.6%	28.0%	15.4%
EBIT增长率	43.5%	-76.8%	241.7%	32.9%	21.5%
净利润增长率	74.8%	-64.4%	129.4%	31.4%	20.8%
利润率					
毛利率	43.8%	37.5%	40.3%	40.1%	40.5%
EBIT率	27.6%	9.3%	22.6%	23.5%	24.7%
净利润率	30.0%	15.5%	25.4%	26.1%	27.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.2%	6.0%	11.7%	13.0%	13.3%
总资产收益率(ROA)	12.7%	4.2%	8.2%	9.1%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	13.3%	3.1%	9.0%	10.2%	10.6%
运营能力					
存货周转天数	95.1	139.0	130.7	127.6	130.5
应收账款周转天数	125.3	78.8	100.8	97.5	95.5
总资产周转天数	869.3	1,270.6	1,084.0	1,011.0	1,018.5
净利润现金含量	1.1	2.4	0.7	0.8	0.7
资本支出/收入	24.3%	17.4%	7.7%	3.6%	0.5%
偿债能力					
资产负债率	25.3%	23.4%	25.6%	26.6%	26.3%
净负债率	-42.3%	-51.6%	-48.8%	-49.8%	-52.7%
估值比率					
PE	59.80	168.04	73.26	55.77	46.19
PB	11.43	9.37	8.57	7.22	6.15
EV/EBITDA	39.17	117.92	111.62	87.97	67.75
P/S	12.57	25.98	18.61	14.54	12.60
股息率	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		