

从中烟香港上市看中国烟草资产证券化 增持（维持）

2019年06月16日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shfk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

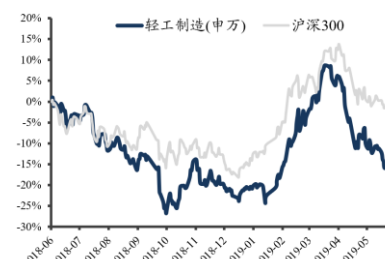
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

投资要点

- 事件：**6月12日中国烟草全资孙公司中烟香港挂牌港交所上市，3个交易日累计涨幅近40%。中烟香港直属中国烟草总公司，独家经营烟叶类产品进出口、卷烟出口、新型烟草制品出口等业务，本轮IPO募集资金将主要投入于业务互补的投资收购、扩大东南亚等目标市场的销售渠道、与其他国际卷烟公司战略合作、负责传统烟草和新型烟草国际业务的开展等。
- 有望加速烟草行业资产证券化：**资产证券化改革作为改革最有效的手段，可融合社会资本、提高国有资产流动性。目前央企资产证券化率仅38%，存在较大提升空间。长期以来，中国烟草受制于国家专营，市场化程度相对较低，中烟及下属地方烟草作为央企国企，存在三产拖累效率、资产流动性差等问题，2016年烟草专卖局印发改革指导意见，首次提出混改。我们认为本次中烟香港登陆资本市场，有望成为烟草资产证券化改革的重要节点。
- 掌握独家经营权，上市资产较为优质：**中烟香港自1989年已经开始通过全资子公司天利国际经贸公司从事烟草制品进出口。此后于2018年3月中国烟草发布60号通知，指定中烟香港为中国烟草的国际业务拓展平台（此前中国烟草总公司共有23家子公司从事烟草出口），独家经营四项业务：（1）烟叶类产品进口（津巴布韦外）；（2）销售烟叶类产品至东南亚及港澳台地区；（3）负责销售卷烟类产品至中国香港、澳门、内地境内关外以及泰国、新加坡等免税店，其中主要品牌包括中华、玉溪、云烟、红塔山、芙蓉王、利群，均为体系中典型的优质资产；（4）负责销售新型烟草制品（仅包括加热不燃烧烟草产品）至全球（中国内地除外）。
- 烟叶类产品主导，新型烟草崭露头角：**从收入结构来看，公司主要的收入来源依次是烟叶类产品进口（占比约60-70%）、烟叶类产品出口、卷烟出口，此外18年新型烟草制品出口开始贡献收入（18年中烟系HNB产品贸易额1689万港元）。此外值得注意的是，公司18年的收入下滑主要是由于同年3月中国烟草总局60号通知导致中烟香港进行业务重组所致：（1）重组后部分烟叶类产品出口合约仅将金额0.5%-1%的佣金计入收入（此前按100%计入）；（2）重组后卷烟出口从直销（至免税店）模式逐渐转为经销模式，导致该业务毛利率下降至7.57%（17年同期为37.28%）。
- 鉴于我国烟草产值空间较大（占比全球烟草规模的43%、税利规模超万亿），旗下拥有众多优质的三产公司，对该市场的证券化有利于通过混改激活体系活力、优化资源配置。我们认为，中烟香港上市是中烟资产证券化的重要节点，表明中国烟草市场化和国际化的立场，客观也催化国内新型烟草的产品储备加速推出，建议持续关注该产业链优质标的**劲嘉股份、集友股份、中烟香港**！**
- 风险提示：**政策推进不达预期，国际业务竞争激烈

行业走势



相关研究

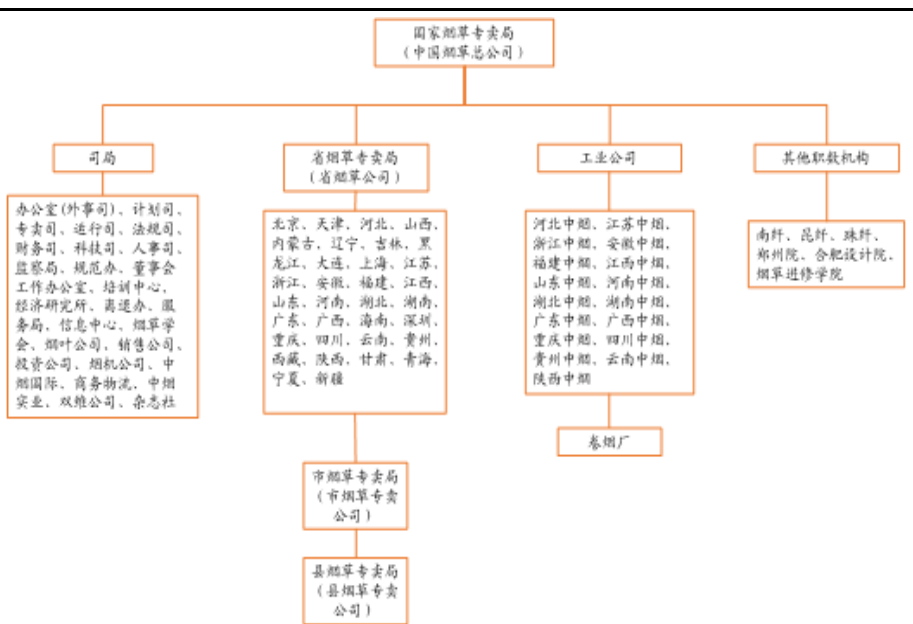
- 《轻工制造行业2019年中期策略：坚守必选消费配置，向低估优质的可选板块过渡》**
2019-06-09
- 《轻工制造跟踪周报：整装卫浴有望进入高速成长期，持续看好具有长期成长逻辑的优质标的》**
2019-06-02
- 《轻工制造跟踪周报：持续看好经营稳健的必选消费，详述家居工程渠道发展大势》**
2019-05-26

事件：6月12日中国烟草全资孙公司中烟香港挂牌港交所上市，3个交易日累计涨幅近40%。中烟香港直属中国烟草总公司，独家经营烟叶类产品进出口、卷烟出口、新型烟草制品出口等业务，本轮IPO募集资金将主要投入于业务互补的投资收购、扩大东南亚等目标市场的销售渠道、与其他国际卷烟公司战略合作、负责传统烟草和新型烟草国际业务的开展等。

投资要点：

我国烟草实施专卖制度，市场化程度较低。我国烟草行业是税收贡献主力，2018年烟草行业上缴工商税利总额11556亿人民币，约合1683.76亿美元，常年上缴财政收入占全国财政收入6%~8%。同时，我国是世界少数坚持烟草专卖的国家之一，目前全球实施烟草专营的国家仅16个。在我国的烟草专卖制度下，国家烟草专卖局和中国烟草总公司对烟草行业实行一套工作机构、两个机关名称的监管：(1)对所属企业的生产、供应、销售、进出口业务和对外经济技术合作实行集中统一经营管理；(2)对卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械实行专卖；(3)每年制定明确的产销计划，行业市场化程度较低。

图1：中国烟草总公司体系架构



数据来源：中国烟草，东吴证券研究所

烟草行业资产证券化改革是提升行业效率的重要手段。国营体制僵化、长期存在低效问题，为改善国有企业资源配置效率，政府出台系列文件推进国企混合所有制改革(简称“混改”)，引入多市场主体、参与市场竞争、加强资本化运作。资产证券化改革作为改革最有效的手段，可融合社会资本、提高国有资产流动性。目前央企资产证券化率仅38%，存在较大提升空间。中烟及下属地方烟草作为央企国企，存在三产拖累效率、资产流动性差等问题，2016年烟草专卖局印发改革指导意见，首次提出混改。

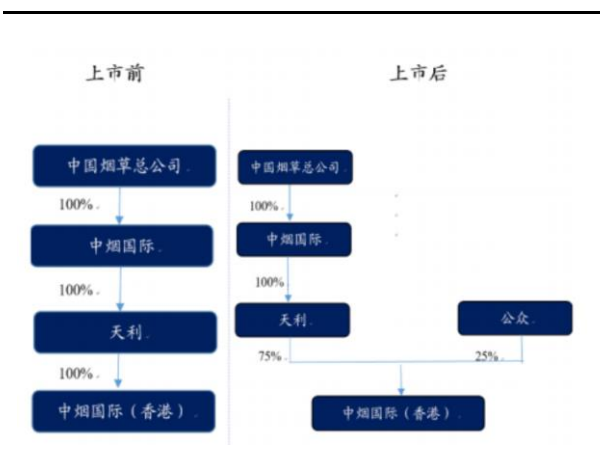
表 1：三轮国企混改进程

阶段	内容
1998-2000	抓大放小：通过重组和债转股抓好一批大型企业集团；通过兼并、承包经营、出售等形式改组一批小国企
2006-2007	大型央企股份制改造，实现整体上市
2015-至今	以垄断领域央企混合所有制改革为突破口，全面深化改革。 2015年颁布《关于深化国有企业改革的指导意见》，形成“1+N”体系 2016年，发改委划定 6 家企业（联通、东航、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶）为首批混改试点企业。同年，中烟决定探索烟草行业混改。 2017年印发《关于创新政府配置资源方式的指导意见》，坚持以管资本为主，以提高国有资本流动性为目标，积极推动经营性国有资产证券化

数据来源：和讯财经，搜狐财经，东吴证券研究所

中烟香港登陆资本市场，加速烟草资产证券化改革进程。2018 年 12 月 31 日，中国烟草子公司中烟香港向香港交易所递交上市材料，并于 6 月 12 日挂牌上市，是烟草行业资产证券化重要节点。该公司成立于 2004 年，是中国烟草总公司的全资孙公司，主要负责资本运作及国际业务拓展。中烟香港原控股股东为天利持股（原负责烟叶产品的进出口贸易、后加入优质卷烟品牌进出口业务并包含新型烟草进出口销售），上市后持有公司 75% 股权。从募集说明书披露来看，中烟香港登陆资本市场募集的资金将主要用于进行业务互补的投资收购、扩大东南亚等主要目标市场的销售渠道、与其他国际卷烟公司战略合作等。我们认为，目前中国烟草的年出口占烟草总营收比仅为 3% 左右，中烟香港上市之后其全球化战略将加速落实，且参与国际市场竞争有望持续提升我国烟草产业的市场化运作程度。

图 2：中烟香港股权结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 3：中烟香港 IPO 募集资金用途

募资用途	具体举措
对当前业务形成补充投资与收购	(1) 收购海外烟草制品营运实体 (2) 收购知名卷烟品牌或新型烟草制品品牌 (3) 收购有关销售渠道
支持业务的持续发展	(1) 推出新的营销活动及在当地市场招聘更多的销售、营销和业务开发人员，从而扩大东南亚等主要目标市场的销售渠道，并实现多样化 (2) 扩大业务的地理范围，增加营销和人事预算，以提高品牌知名度 (3) 将当前地理范围内的除外业务纳入业务范围
与其他国际卷烟公司的战略业务合作	在上述市场启动联合收购和营销举措
补充营运资金	
用于改善买卖资源的管理以及优化经营管理	主要通过开发数据分析系统以及业务财务一体化经营管理的数据分析平台

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

掌握独家经营权，上市资产较为优质。中烟香港自 1989 年已经开始通过全资子公司天利国际经贸公司从事烟草制品进出口。此后于 2018 年 3 月中国烟草发布 60 号通知，指定中烟香港为中国烟草的国际业务拓展平台（此前中国烟草总公司共有 23 家子公司

从事烟草出口)，**独家经营四项业务**：(1) 烟叶类产品进口（津巴布韦外）；(2) 销售烟叶类产品至东南亚及港澳台地区；(3) 负责销售卷烟类产品至中国香港、澳门、内地境内关外以及泰国、新加坡等免税店，其中主要品牌包括**中华、玉溪、云烟、红塔山、芙蓉王、利群**，均为体系中典型的优质资产；(4) 负责销售新型烟草制品（仅包括加热不燃烧烟草产品）至全球（中国内地除外）。

图 4：中烟香港发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

烟叶类产品主导，新型烟草崭露头角。从收入结构来看，公司主要的收入来源依次是**烟叶类产品进口**（占比约 60-70%）、**烟叶类产品出口**、**卷烟出口**，此外 18 年**新型烟草制品出口**开始贡献收入（18 年中烟系 HNB 产品贸易额 1689 万港元）。此外值得注意的是，公司 18 年的收入下滑主要是由于同年 3 月中国烟草总局 60 号通知导致中烟香港进行业务重组所致：(1) 重组后部分烟叶类产品出口合约仅将金额 0.5%-1% 的佣金计入收入（此前按 100% 计入）；(2) 重组后卷烟出口从直销（至免税店）模式逐渐转为经销模式，导致该业务毛利率下降至 7.57%（17 年同期为 37.28%）。

表 2：中烟香港重点财务数据一览（单位：百万港元）

百万港元	2015	2016	2017	2018
营业收入	7619.30	6310.33	7806.94	7032.67
YOY	-	-17.18%	23.72%	-9.92%
烟叶类产品进口业务	5190.12	4063.61	5487.51	4338.42
占比	68.10%	64.40%	70.30%	61.69%
YOY	-	-21.70%	35.04%	-20.94%
毛利率	4.40%	4.26%	4.90%	5.09%
烟叶类产品出口业务	1777.13	1616.64	1895.21	1179.49
占比	23.30%	25.60%	24.30%	16.77%
YOY	-	-9.03%	17.23%	-37.76%
毛利率	4.00%	3.98%	3.57%	3.28%
卷烟出口业务	652.05	630.08	424.22	1497.87
占比	8.60%	10.00%	5.40%	21.30%
YOY	-	-3.37%	-32.67%	253.09%
毛利率	40.00%	39.88%	37.28%	7.57%
新型烟草制品出口业务				16.89
占比				0.24%
YOY				
毛利率				1.02%
营业成本	7058.14	5821.51	7312.54	6659.76
毛利率	7.36%	7.75%	6.33%	5.30%
销售、行政管理费用	87.51	81.23	85.88	64.98
销售、行政管理费用率	1.15%	1.29%	1.10%	0.92%
归母净利润	387.81	334.56	344.33	259.48
YOY	-	-13.73%	2.92%	-24.64%
净利率	5.09%	5.30%	4.41%	3.69%
经营性现金流净额	744.37	53.90	359.42	757.89
投资性现金流净额	3.93	7.15	-158.78	-767.89
ROE	36.60%	21.10%	15.80%	18.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

鉴于我国烟草产值空间较大（占比全球烟草规模的 43%、税利规模超万亿），旗下拥有众多优质的三产公司，对该市场的证券化有利于通过混改激活体系活力、优化资源配置。我们认为，中烟香港上市是中烟资产证券化的重要节点，表明中国烟草市场化和国际化的立场，客观也催化国内新型烟草的产品储备加速推出，建议持续关注该产业链优质标的**劲嘉股份、集友股份、中烟香港!**

风险提示：政策推进不达预期，国际业务竞争激烈

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

