

## 轻工制造行业

# 1-2月烟草行业数据逆势增长，关注产业链优质企业的布局机会 增持（维持）

2020年03月30日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **事件：**（1）3月27日，国家统计局发布2020年1-2月全国规模以上工业企业利润总额数据：期间实现利润总额4107.0亿（同比-38.3%），41个工业大类中仅4个行业利润同比增加，其中烟草制品业利润总额424.7亿（同比+31.5%），增速表现最为靓丽。（2）3月17日，国家统计局发布2020年1-2月卷烟产量：期间实现生产5187.4亿支（+4.4%，约合1037.5万大箱），疫情下实现逆势增长。

■ **疫情期间的烟草消费验证刚需属性，补库诉求叠加反腐任务19年告捷，预期20年烟草产业能够稳健增长：**

（1）复盘上轮非典，消费品赛道中烟草受到疫情影响最小，而本轮新冠期间的烟草数据也验证了产业刚需消费特征。根据草根调研，疫情期间烟草消费的需求旺盛，叠加19年下半年中烟反腐影响卷烟生产（19Q4卷烟产量同比-7.49%），目前部分地区出现断货（说明渠道库存很低）；

（2）国家统计局统计的卷烟行业产量实际为烟草工业公司的出货量。根据我们与烟标企业沟通，年后烟草工业公司复工较晚，2月份实际处于停产状态，出货量同比增长4.4%预计系前期积累的工业库存消耗，据此我们判断烟草企业的工业库存也已消耗至低位；

（3）对应上游烟标企业来说，20Q1因烟草工业公司实际生产量缩减，烟标龙头20Q1的订单预期受损，但伴随3月中下旬生产全面复工、考虑产业链库存都处在低位，20Q2产业链公司（劲嘉股份、集友股份、东风股份、裕同科技等）预期迎来补库高峰、订单有望实现高增；

（4）19年烟草反腐力度加强，多省份的核心领导发生更替、其政绩考核或以20年为元年（判断依据在于19年卷烟行业月度产量增速高开低走）。综上，我们有理由判断20年烟草的产销景气能够维持稳健增长。同时伴随反腐推进，烟标招投标流程更加三公，本轮招标除了老牌实力龙头，集友股份、裕同科技等均斩获不俗成绩。

■ **今年财税高压下烟草行业或挑起税收贡献大任，结构升级趋势下新型烟草产业有望获得发展支持：**3月1日国家烟草专卖局公布，2019年烟草行业实现工商税利总额12056亿元，同增4.3%；上缴财政总额11770亿元，同增17.7%；行业纳税占全国财政收入约6-7%。20Q1疫情下国家财政支出较大，且各行业税收贡献大幅下滑，财政高压下我们认为作为利税大户的烟草产业或将担当大任。但是考虑近年传统卷烟整体销量增长较为有限，利税增量贡献一方面依靠卷烟的消费结构升级（细支烟等创新类高价产品销售占比逐年提升、而20年1-2月产量增长4.4%而利润总额增长31.5%也验证了产业发展方向），另一方面我们认为新型烟草（参考国外烟弹单价约30元/包）作为消费结构升级的下一个方向年内有望获得政策支持。建议关注国内HNB产业发展，以及和中烟密切开展新型烟草合作的集友股份、劲嘉股份。

■ **投资建议：**由于20Q1生产拖累近期烟草板块回调幅度较大，随着生产复工建议关注板块的布局机会。其中从20年的业绩增长预期来看，我们判断传统烟标龙头劲嘉股份、东风股份仍然具有较好的投资价值（股息率分别达到3.25%、6.79%）且均处于历史的估值低位；集友股份预期新型烟草及烟标成长的逻辑最为通顺，公司20年截至目前已中标17个烟标标包（较去年提升显著并新增湖北、福建等中标客户），新型烟草薄片已与安徽、江苏、重庆中烟开展合作，建议关注！

■ **风险提示：**国内HNB发展进度低于预期，烟标行业发生价格战。

### 行业走势



### 相关研究

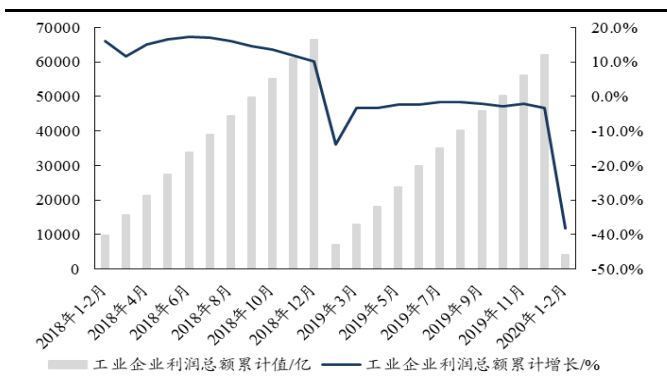
- 1、《轻工制造跟踪周报：中期关注布局优质企业的黄金机遇》2020-03-22
- 2、《轻工制造跟踪周报：聚焦内需修复，关注预期底部的优质个股》2020-03-15
- 3、《轻工制造跟踪周报：择机布局年报&一季报兑现，关注高分红》2020-03-08

表 1: 公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
603429	集友股份	93.35	34.37	0.61	0.76	1.43	56.34	45.31	23.99	-
002191	劲嘉股份	135.21	9.23	0.49	0.60	0.72	18.84	15.38	12.82	买入
601515	东风股份	81.93	6.14	0.67	0.57	0.63	10.95	10.84	9.82	-

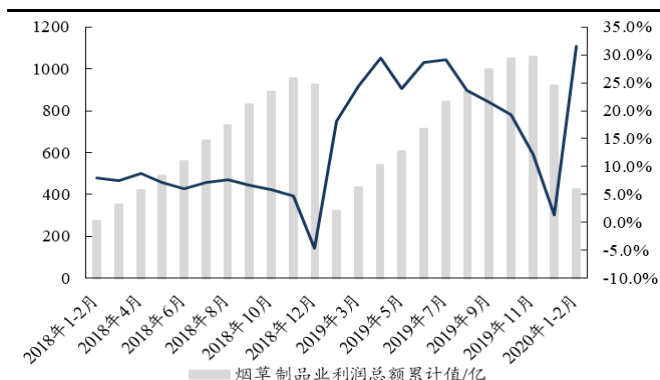
注: 标红为 Wind 一致预测, 收盘数据为 3 月 27 日。  
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 全国工业利润总额月度累计变化 (亿/%)



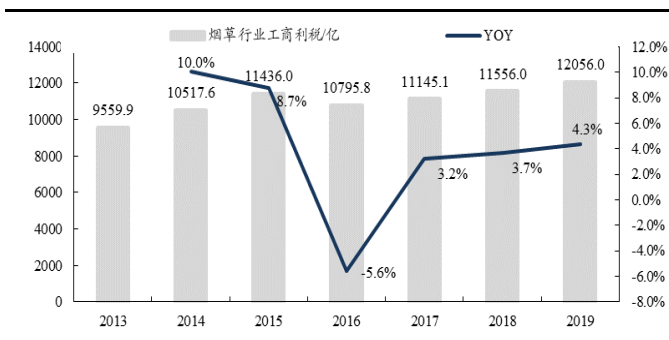
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 2: 全国烟草制品业利润总额月度累计变化 (亿/%)



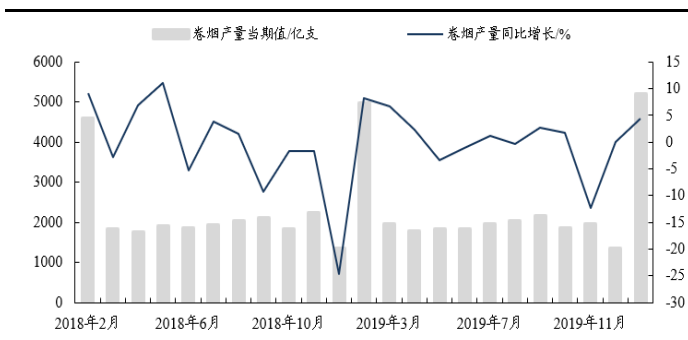
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 3: 2013-2019 年烟草行业工商利税/亿



数据来源: 国家烟草专卖局, 东吴证券研究所

图 4: 全国卷烟产量及 YOY (当月值, 亿支)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

表 2: 2019 年烟草系统部分落马官员汇总

姓名	原职务	时间
余云东	云南省烟草专卖局 (公司) 原党组书记、局长、总经理	2019年1月
李天飞	云南中烟工业有限责任公司原党组成员、副总经理	2019年1月
赵洪顺	国家烟草专卖局原党组成员、副局长	2019年2月
任志刚	甘肃省金昌市烟草专卖局局长	2019年9月

数据来源: 人民网, 中纪委等, 东吴证券研究所整理

## 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>

