【广发轻工&海外】中烟香港（06055.HK）

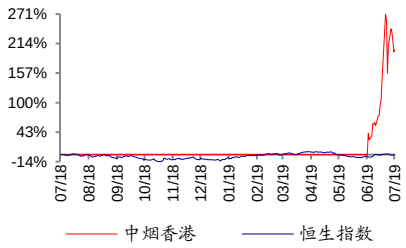
专营渠道构筑壁垒，新型烟草助力成长

公司评级	无评级
当前价格	16.90 港元
报告日期	2019-07-16

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	691.68/691.68
总市值/流通市值（百万港元）	11191/11191
一年内最高/最低（港元）	19.86/5.35
30 日日均成交量/成交额（百万）	60.96/853.36
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	202.43/202.43

相对市场表现



- **烟草进出口独家经营，国家政策构建垄断优势**

2018 年中国烟草总公司印发 60 号文指定中烟香港为中国烟草行业的国际业务拓展平台，公司独家经营烟叶类产品进口、烟叶类产品出口、卷烟出口及新型烟草制品出口四大业务。

- **IPO 搭建资本运作平台，布局海内外烟草品牌**

国内市场饱和背景下，增强国际竞争力，向外寻找空间成为新方向。在中国烟草行业“统一领导、垂直管理、专卖专营”的管理体制下，中烟香港作为中烟集团旗下主营烟草进出口贸易的平台公司，上市后可通过打入国际市场，为中国烟草的市场化竞争铺路。横向纵向多方位发力，聚焦“一带一路”地区等外部烟草市场，加快推动中国烟草“走出去”。

- **全球新型烟草日渐风靡，新型烟草出口业务有望增长**

新型烟草大幅降低健康危害，且在口感和价格上都具备对传统烟草的替代性，成为市场新潮流。国内中烟公司（如云南中烟 MC 系列加热不燃烧产品等）纷纷推出产品试销海外，参与国际舞台，中烟香港借助资本平台拓宽多元化销售渠道，分享全球新型烟草成长红利。

- **盈利预测与投资建议**

中烟香港上市后可充分发挥资本运作平台作用，聚焦“一带一路”地区等外部烟草市场，增强中国烟草的全球竞争力，公司整体业绩有望稳步增长。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 75.07、79.74、83.71 亿港元，归母净利润 2.79、3.01、3.19 亿港元，首次覆盖暂不给予评级。

- **风险提示**

国家烟草专卖制度变动；全球控烟行动加剧；新型烟草相关政策具有不确定性；公司收入受季节波动影响；地区政治事件及变动。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万港元）	7,807	7,033	7,507	7,974	8,371
增长率(%)	23.68%	-9.92%	6.75%	6.22%	4.97%
EBITDA(百万港元)	415	311	332	354	373
净利润(百万港元)	344	259	279	301	319
增长率(%)	2.92%	-24.64%	7.36%	8.15%	5.96%
EPS（港元/股）	-	0.52	0.40	0.44	0.46
市盈率（P/E）	-	32.57	41.96	38.80	36.62
市净率（P/B）	-	14.73	7.08	6.43	5.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

分析师： 赵中平
SAC 执证号：S0260516070005
SFC CE No. BND271
0755-23953620
zhaozhongping@gf.com.cn
分析师： 汪达
SAC 执证号：S0260517120005
010-59136610
wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人： 徐成 0755-29953620
xucheng@gf.com.cn

目录索引

一、中烟香港：烟草进出口独家经营，国家政策构建垄断优势 5
1.1 独家经营烟草进出口业务，背靠中国烟草总公司 5
1.2 烟叶进出口为核心业务，新型烟草初入市场 6
1.3 国家政策赋予公司专营垄断权，公司成为 CNTC 集团独家进出口渠道 11
二、IPO 搭建资本运作平台，布局海内外烟草品牌 13
2.1 控烟运动影响世界卷烟消费，中国产业政策推动烟草出口 13
2.2 发挥资本平台作用，推动中国烟草“走出去”进程 14
2.3 聚焦“一带一路”地区，加快中国烟草“走出去”进程 16
三、全球新型烟草日渐风靡，新型烟草出口有望增长 18
3.1 新型烟草具备健康与潮流属性，成为全球市场新潮流 18
3.2 中烟公司 HNB 试销海外，中烟香港新型烟草业务具备成长空间 19
盈利预测与投资建议 22
风险提示 24

图表索引

图 1: 中烟香港分业务营业收入（亿港元）.....5
图 2: 2018 年公司各项业务占比.....5
图 3: 公司毛利润情况.....5
图 4: 公司净利润情况.....5
图 5: 上市前中烟香港股权结构.....6
图 6: 上市后中烟香港股权结构.....6
图 7: 烟叶类进口业务流程.....7
图 8: 烟叶产品进口明细--按地区划分（亿港元）.....7
图 9: 烟叶类产品进口业务收入情况.....7
图 10: 烟叶类进口产品销量及平均售价.....7
图 11: 烟叶类产品进口业务毛利情况.....7
图 12: 烟叶类出口业务流程.....8
图 13: 烟叶产品出口明细--按地区划分（亿港元）.....8
图 14: 烟叶类产品出口业务收入情况.....8
图 15: 烟叶类出口产品销量及平均售价.....9
图 16: 烟叶类产品出口业务毛利水平.....9
图 17: 卷烟出口业务流程.....9
图 18: 卷烟出口销售明细--按品牌划分（亿港元）.....10
图 19: 卷烟出口销售明细--按地区划分（亿港元）.....10
图 20: 卷烟出口产品销量及平均售价.....10
图 21: 卷烟出口业务毛利润情况.....10
图 22: 新型烟草出口业务流程.....11
图 23: 新型烟草出口销售明细--按品类划分（百万港元）.....11
图 24: 新型烟草出口产品销量及单位售价.....11
图 25: 全球卷烟销量.....13
图 26: 主要国家合法卷烟销量（万箱）.....13
图 27: 2018 年全球进口烟叶类产品产量结构.....14
图 28: 2018 年全球卷烟消费量结构.....14
图 29: 中国烟叶类产品的全球性需求（百万美元）.....14
图 30: 中国免税卷烟的全球性需求有望稳健增长（百万美元）.....14
图 31: 烟草市场价值链.....15
图 32: 公司募集资金用途.....16
图 33: “一带一路”地区 2016 年年度卷烟销量（万箱）.....17
图 34: “一带一路”地区 15 岁以上人口吸烟率.....17
图 35: “一带一路”地区从事承包工程中方人员.....17
图 36: 世界蒸汽式电子烟销量情况.....19
图 37: 世界 HNB 销量情况.....19

表 1: 中烟香港发展历程.....6
表 2: 中国烟草专卖制度发展历程.....12
表 3: “一带一路”沿线国区域分布.....16
表 4: 主要新型烟草产品介绍.....18
表 5: 烟草巨头进军新型烟草领域情况.....19
表 6: 四大中烟加热不燃烧产品.....20
表 7: 公司收入分业务预测.....22

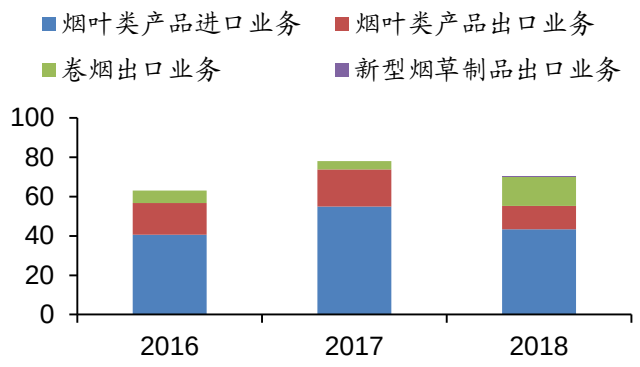
一、中烟香港：烟草进出口独家经营，国家政策构建垄断优势

1.1 独家经营烟草进出口业务，背靠中国烟草总公司

中烟香港成立于2004年，是中烟国际负责资本运作及国际业务拓展的指定境外平台，是中国烟草总公司的旗下公司。公司独家经营烟叶类产品进口、烟叶类产品出口、卷烟出口及新型烟草制品出口业务，2018年营业收入达70.33亿港元，以上各业务营收占比分别为61.7%、16.8%、21.3%及0.2%，实现净利润2.62亿港元。

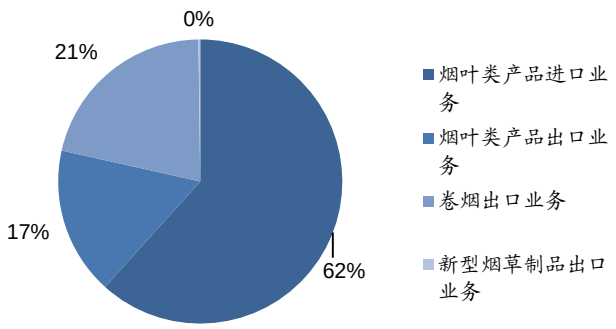
中烟香港2016-2018年营业收入分别为63.10亿、78.07亿、70.33亿港元，净利润分别为3.38亿、3.48亿、2.62亿港元，毛利率水平分别为7.7%、6.3%、5.3%，净利率水平分别为5.4%、4.5%、3.7%，利润率水平近年呈现下滑趋势。

图1：中烟香港分业务营业收入（亿港元）



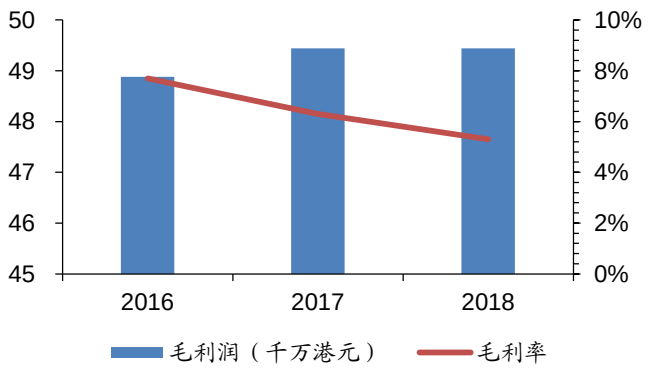
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图2：2018年公司各项业务占比



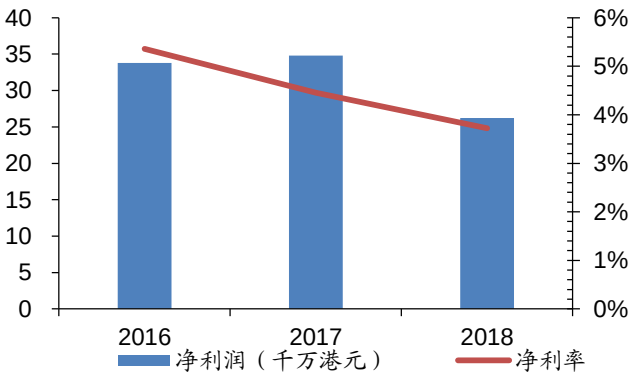
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图3：公司毛利润情况



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图4：公司净利润情况



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

中烟香港控股股东天利于1989年在香港注册并开始从事烟草制品进出口业务，于2004年注册成立了中烟香港。2018年3月22日，中国烟草总公司印发60号文指定中烟香港为中国烟草行业的国际业务拓展平台，独家运营相关业务。2018年6月30日，

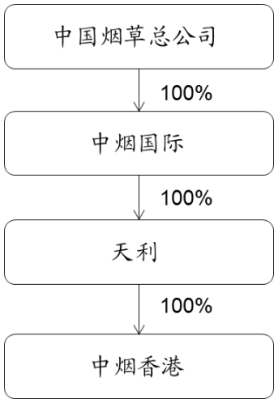
公司完成重组，并于2019年6月12日在港交所挂牌上市。上市后，中国烟草总公司仍持有公司75%股份。

表1：中烟香港发展历程

年份	事件
1989 年	天利于香港注册成立并开始从事烟草制品进出口业务。
2001 年	天利通过将上海生产的卷烟销售至新加坡、泰国及韩国的免税店开始卷烟出口业务。
2004 年	中烟香港于香港注册成立。
2017 年	国家烟草专卖局颁布《国家烟草专卖局关于印发烟草行业参与"一带一路"建设实施"走出去"发展战略工作方案的通知》（国烟计（2017）350号）。
2018 年	60 号文及国家烟草专卖局批文授予中烟香港经管相关业务的国家经管权。

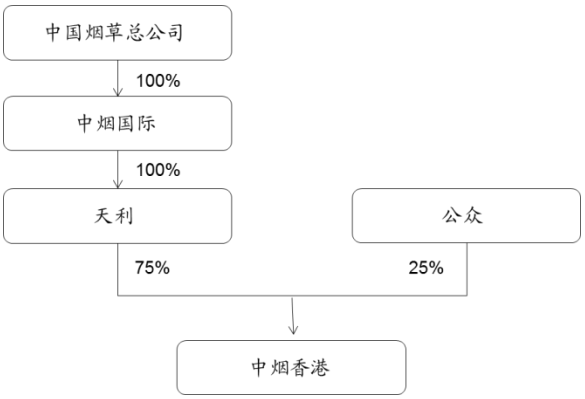
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图5：上市前中烟香港股权结构



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图6：上市后中烟香港股权结构

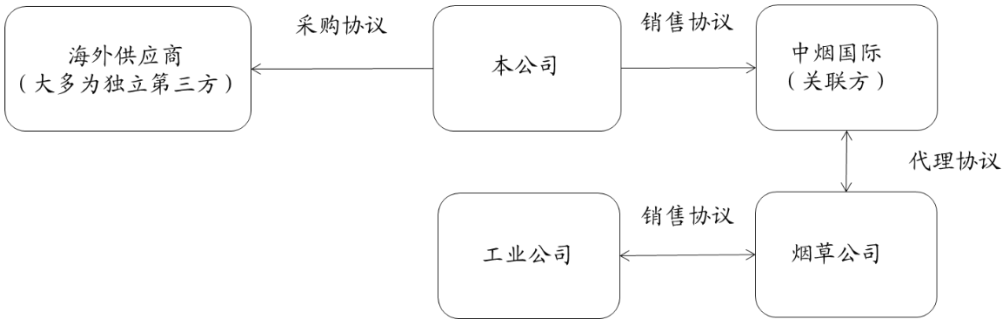


数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

1.2 烟叶进出口为核心业务，新型烟草初入市场

烟叶类进口业务：公司主要从全球原产国或地区（巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚等）采购烟叶类产品，并向中烟国际出售进口烟叶类产品，以向中国卷烟生产企业转售。

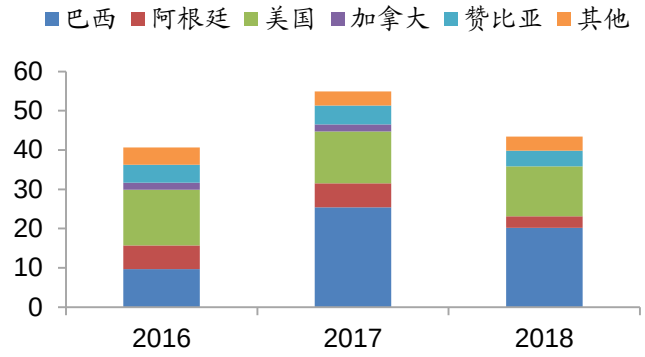
图7：烟叶类进口业务流程



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

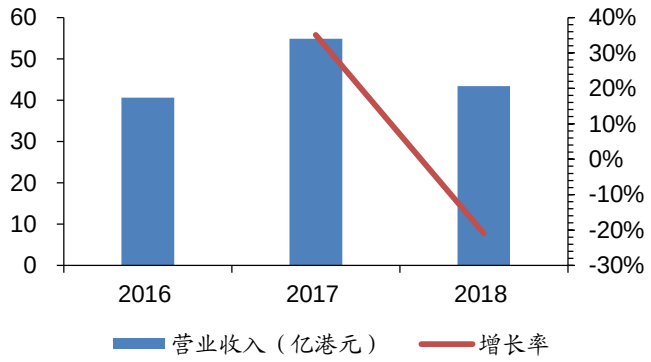
2016-2018年公司烟叶进口业务实现营业收入分别为40.64亿、54.88亿、43.38亿港元，占营业收入比重分别为64.4%、70.3%、61.7%，为公司的主要收入来源。盈利模式方面，根据公司聆讯后资料集，中烟香港在供应商采购价基础上加价6%出售给中烟国际（小部分为制造特定卷烟品牌而进口的烟叶类产品加价3%），近三年每万吨烟叶进口产品平均售价分别为6.3万、5.93万、6.04万港元每吨，毛利水平分别为4.3%、4.9%、5.1%。公司承诺未曾且不会从受制裁的国家采购烟叶类产品。

图8：烟叶产品进口明细--按地区划分（亿港元）



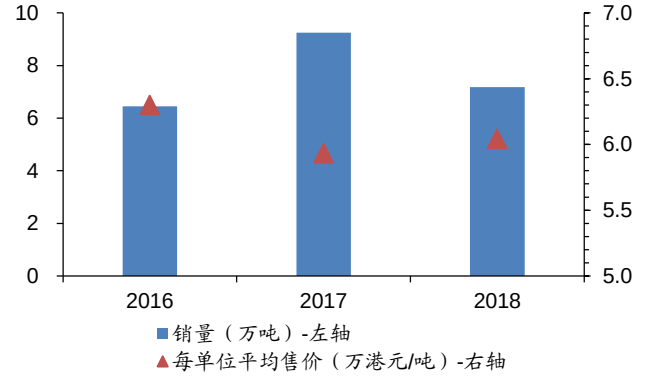
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图9：烟叶类产品进口业务收入情况



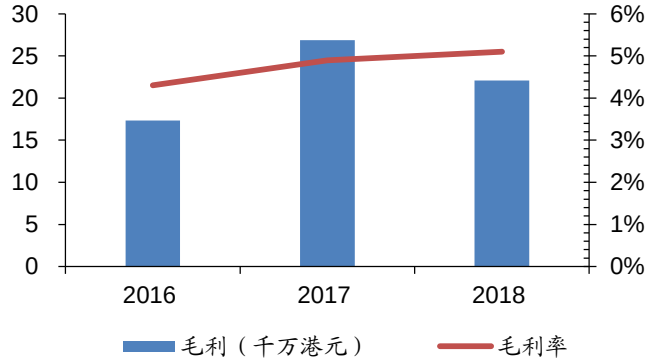
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图10：烟叶类进口产品销量及平均售价



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

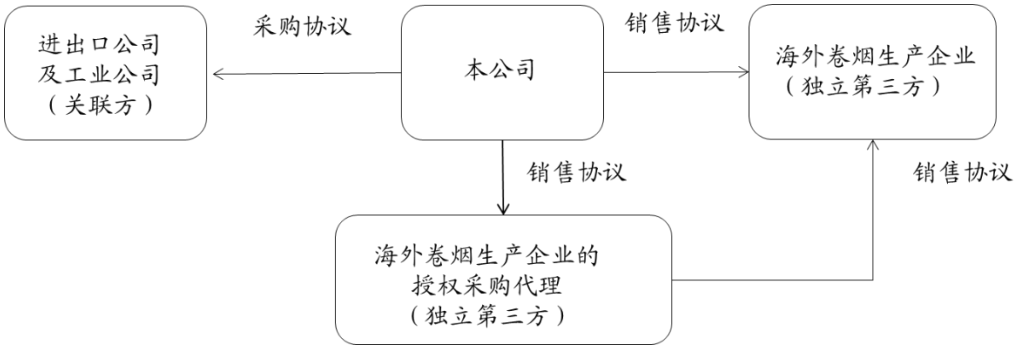
图11：烟叶类产品进口业务毛利情况



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

烟叶类产品出口业务：公司独家经营，从中国多个原产地区采购烟叶类产品出口至东南亚、台湾、香港及澳门的卷烟生产企业或企业的授权采购代理。

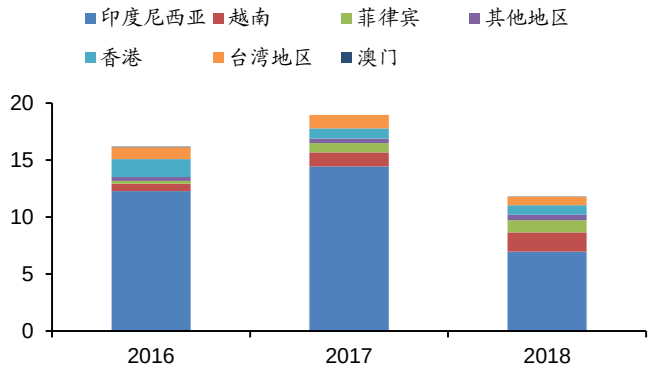
图12：烟叶类出口业务流程



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

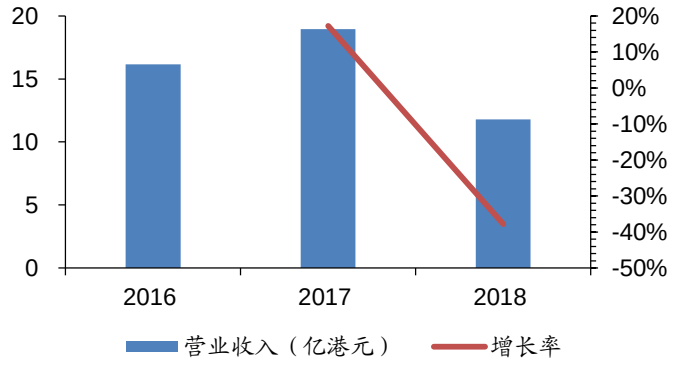
公司2018年烟叶类产品出口销售额全球排名第五，根据公司聆讯后资料集，在东南亚、香港、澳门及台湾地区市场份额约7.5%。2016-2018年公司烟叶出口业务实现营业收入分别为16.17亿、18.95亿、11.79亿港元，占营业收入比重分别为25.6%、24.3%、16.8%，出口业务收入出现下滑。盈利模式方面，根据公司披露的聆讯后资料集，中烟香港按照与客户销售协议中的售价减去1%至4%向进出口公司及工业公司采购，近三年每万吨烟叶出口产品平均售价分别为3.58万、3.30万、2.79万港元每吨，毛利率分别为4.0%、3.6%、3.3%。

图13：烟叶产品出口明细--按地区划分（亿港元）



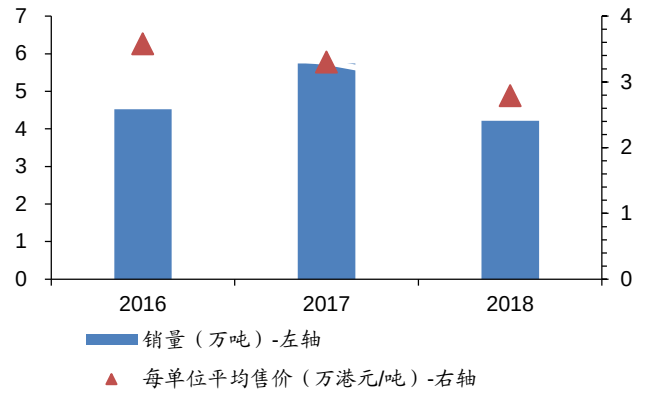
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图14：烟叶类产品出口业务收入情况



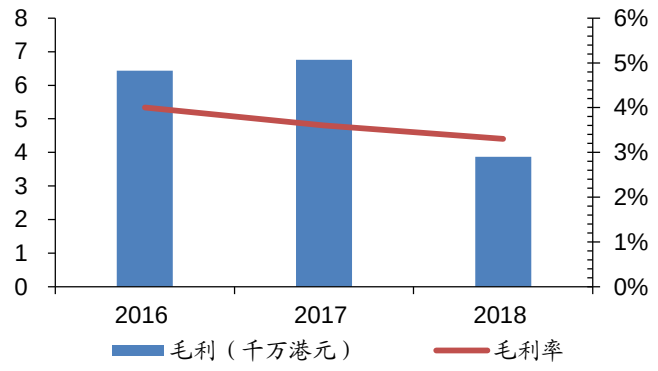
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图15：烟叶类出口产品销量及平均售价



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

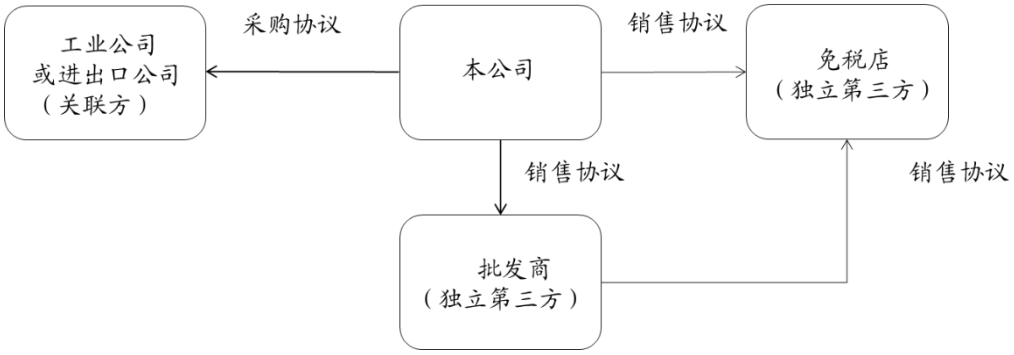
图16：烟叶类产品出口业务毛利水平



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

卷烟出口业务：独家经营，公司面向免税店、卷烟批发商，在泰国、新加坡、香港、澳门及中国境内关外地区销售中国卷烟。

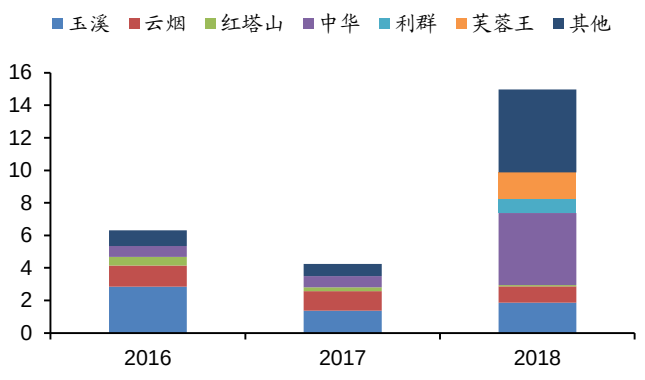
图17：卷烟出口业务流程



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

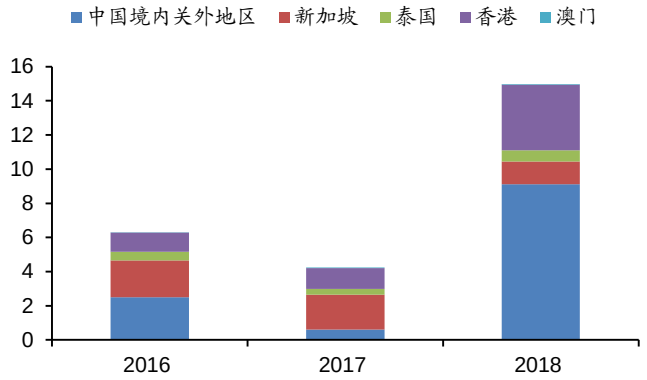
2016-2018年，公司分别向5、8、9家免税店，17、18、29家批发商出口卷烟，卷烟品牌主要为玉溪、云烟、红塔山、中华、芙蓉王及利群。2018年，公司在香港、澳门、泰国和新加坡免税卷烟市场收入排名第一，占据市场份额约37.6%，在中国境内关外地区免税卷烟出口市场收入排名第一，占据市场份额约37.7%。

图18：卷烟出口销售明细--按品牌划分（亿港元）



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图19：卷烟出口销售明细--按地区划分（亿港元）

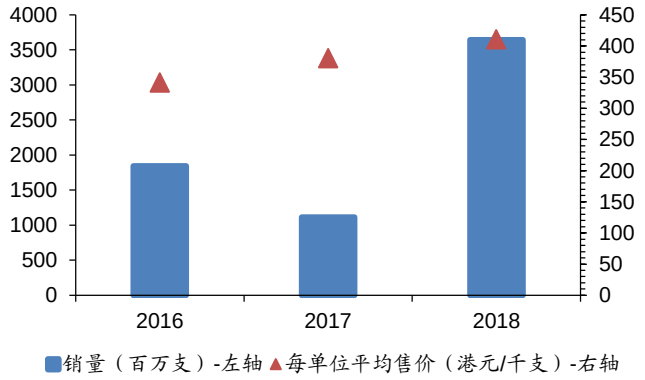


数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

2016-2018年公司卷烟出口业务实现营业收入分别为6.30亿、4.24亿、14.98亿港元，占营业收入比重分别为10.0%、5.4%、21.3%，2018年卷烟出口业务增幅明显。主要是由于公司重组后根据烟草局60号文规定，之前由中华生产企业直接向免税店出售的产品现在由中烟香港出售，且中华较受吸烟人群喜爱，2018年中华卷烟创造4.44亿港元销售额，占比29.7%。盈利模式方面，中烟香港通过中国烟草总公司旗下相关实体采购高端卷烟及一类免税卷烟，通过工业公司及客户采购其他免税卷烟，针对不同品牌在采购价基础上加价确定售价，近三年卷烟出口产品平均售价分别为342、381、411港元/千支，毛利水平分别为39.9%、37.3%、7.6%。

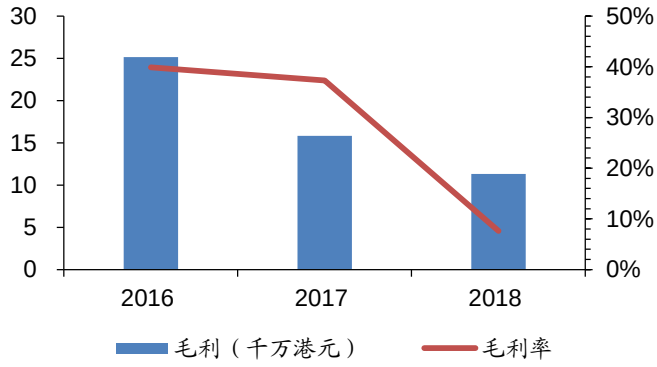
2018年，公司卷烟出口业务毛利率大幅下降，主要原因系250号文件的影响。250号文件于2018年1月1日正式生效，该文件规定了卷烟生产企业出售有关卷烟的价格下限，令卷烟生产企业的出售价格增加，导致处于贸易环节的中烟香港采购成本大幅上涨。此外，公司重组完成后，出口业务中的增量部分采取了较低加价比率以扩大市场份额，也对毛利率产生一定的负面影响。

图20：卷烟出口产品销量及平均售价



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

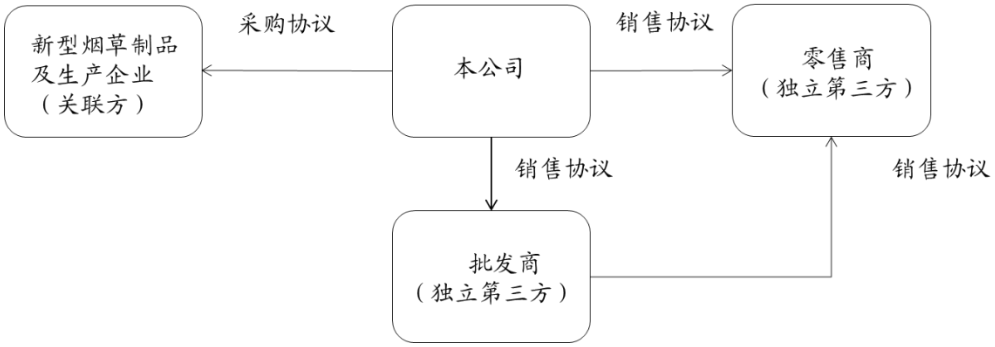
图21：卷烟出口业务毛利润情况



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

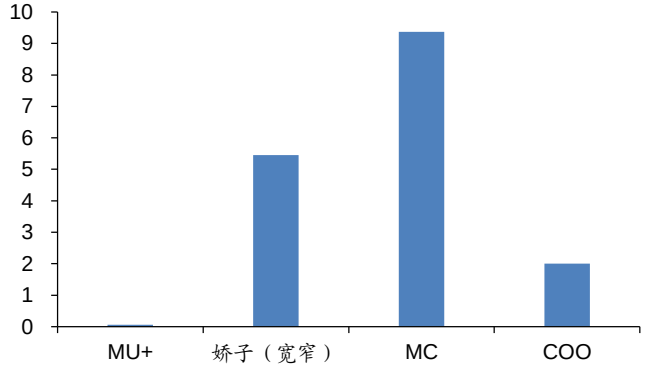
新型烟草出口业务：独家经营，向全球海外市场出口新型烟草制品业务（2018年5月开始）。公司从生产企业直接采购新型烟草制品，品牌包括MC、娇子（宽窄）、COO及MU+，主要向韩国等亚洲国家的零售商及批发商出口，产品包括加热不燃烧制品及与电子控制加热装置配套使用的加热棒。2018年公司新型烟草出口业务实现营业收入0.17亿港元，占营业收入0.2%。盈利模式方面，中烟香港按照与客户签订的协议售价减去至少1%向中国烟草总公司旗下相关实体采购，2018年新型烟草出口业务毛利率为1%。

图22：新型烟草出口业务流程



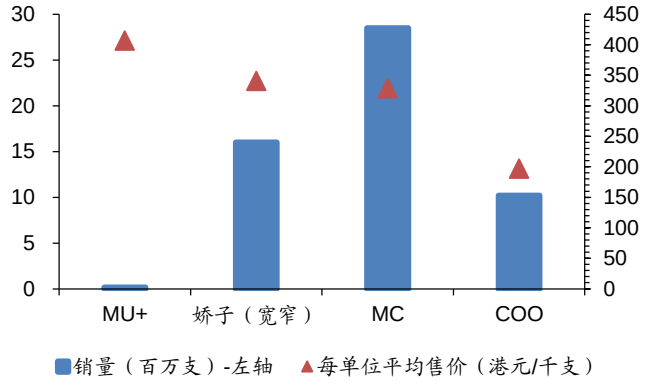
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图23：新型烟草出口销售明细--按品类划分（百万港元）



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图24：新型烟草出口产品销量及单位售价



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

1.3 国家政策赋予公司专营垄断权，公司成为 CNTC 集团独家进出口渠道

中国烟草行业实行"统一领导、垂直管理、专卖专营"的管理体制。国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业"人、财、物、产、供、销、内、外、贸"进行集中统一管理。其中专卖专营包括三大法定许可制度，即：烟草专卖品生产和进出口的法定许可证制度，烟草专卖品是指卷烟、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；烟草专卖品销售和经营主体的法定许可证制度；烟草专卖品运输的法定准运证制度。

表2：中国烟草专卖制度发展历程

年份	事件
1982 年	成立中国烟草总公司，负责管理并安排中国烟草行业的生产、经营和发展，以及中国内地烟草产品的进出口和其他相关事宜。
1983 年	国务院颁布《烟草专卖条例》，实行政企合一的管理模式，烟草专卖经营模式得到法律制度保障。
1994 年	设立国家烟草专卖局，与中国烟草总公司一套机构、两块牌子。
1991 年	全国人大颁布《中华人民共和国烟草专卖法》。
1997 年	国务院发布《烟草专卖法实施条例》，以法律形式确立和完善国家烟草专卖制度。
2005 年	《关于进一步理顺烟草行业资产管理体制深化烟草企业改革的意见》，明确烟草行业继续实行“统一领导、垂直管理、专卖专营”的管理体制。

数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

中烟香港获得烟草专卖品进出口独家许可。2018年3月，中国烟草总公司印发60号通知，指定中烟国际（香港）有限公司为中国烟草行业的国际业务拓展平台及烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务及新型烟草制品出口业务的独家营运实体，要求所有受控实体通过中烟香港或与中烟香港开展相关业务并订立必要文件及合约，以将相关业务转移至中烟香港。做为中烟国际负责境外资本市场运作及国际业务拓展的唯一指定平台，中烟香港具有专营垄断权，与CNTC集团（中国烟草总公司）保持长期独家供应及销售关系。

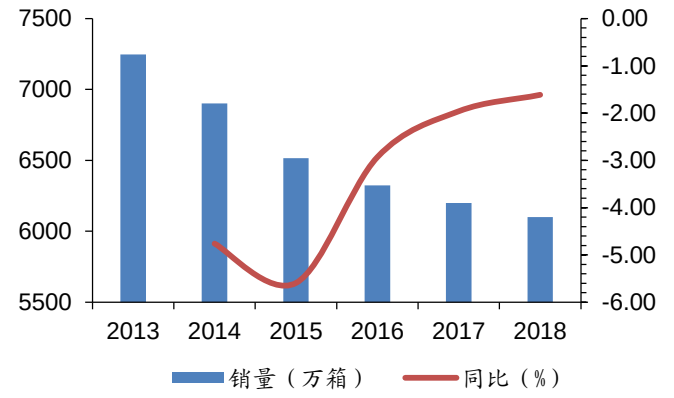
二、IPO 搭建资本运作平台，布局海内外烟草品牌

2.1 控烟运动影响世界卷烟消费，中国产业政策推动烟草出口

控烟成为全球大趋势，致使传统烟草销量长期呈现下滑趋势。WHO 2003年建立了烟草控制框架公约，呼吁所有国家开展国际合作，遏制全球烟草消费的流行。2015年WHO发布《全球吸烟趋势报告》，并在第16届世界烟草与健康大会报告中指出，2025年全球15岁以上人口中非吸烟者的比例将由2010年的78%提升至81%。尽管吸烟人口比例在下降，但是由于总人口的上升，2010-2025年之间全球吸烟人口将从11.22亿到11.59亿。

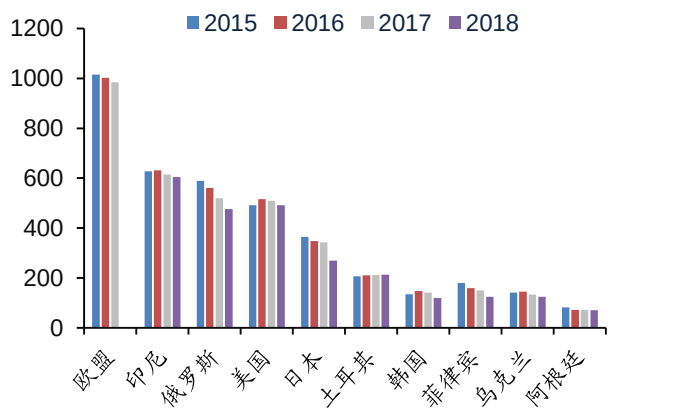
受控烟政策影响，近年来全球传统卷烟销量不断下滑。2018年全球卷烟销量同比下降1.61%，主要国家卷烟销量普遍下滑，俄罗斯、美国、日本、韩国的合法卷烟销量比上年分别下降8.1%、2.9%、11.1%、12.9%。

图 25：全球卷烟销量



资料来源：WIND、广发证券发展研究中心

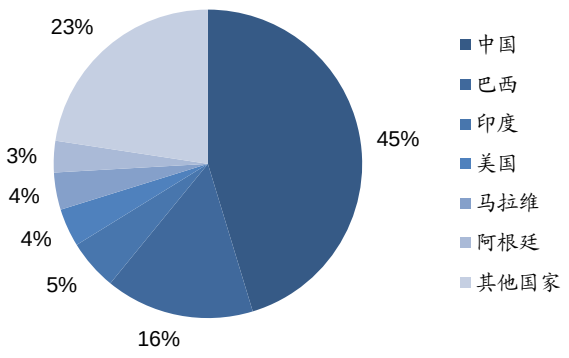
图 26：主要国家合法卷烟销量（万箱）



资料来源：WIND、广发证券发展研究中心

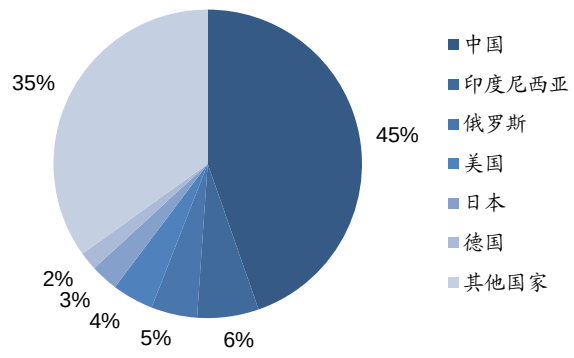
中国烟民数量3.06亿，需求稳定。2018年中国烟民人数达3.06亿，卷烟销售额达到14405亿人民币，约占全球卷烟消费的44.6%，烟民基数大，烟草的成瘾性保障了烟草产品的复购率，稳定的需求为进口烟草市场提供了发展潜力。同时，中国居民人均可支配收入的增加也将进一步提升需求，推动烟草制品消费升级。

图27：2018年全球进口烟叶类产品产量结构



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图28：2018年全球卷烟消费量结构

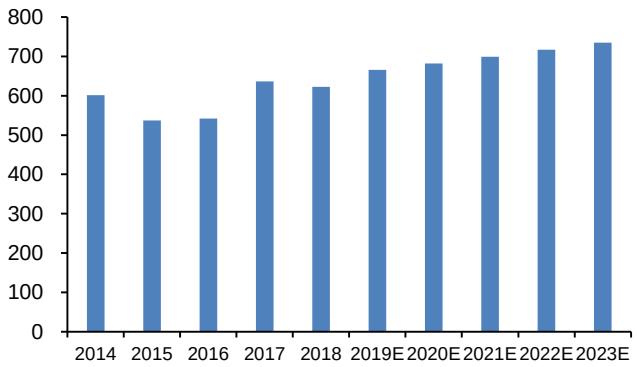


数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

中国烟叶类产品出口额，有望受益政府政策稳健提升。全球烟草制品需求疲软、生产成本上升等因素导致2016年中国烟草制品出口额下滑至541.6百万美元，2017年受益于国家烟草专卖局的产业政策，出口额回升至636.4百万美元，预计2023年全球对中国烟草产品的需求将进一步推升。

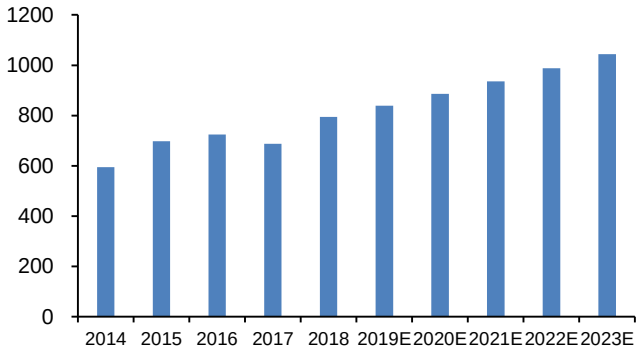
跨境游客增加促进免税卷烟出口市场进一步发展。中国出口免税卷烟在海外的主要客户为中国游客及海外华人，据统计，中国旅客出境游人数在2014-2018年间由98.0百万人增长至161.1百万人次，预计到2023年将增加至265.4百万人，出境游人数的增加将进一步推动中国免税卷烟出口需求的增长。

图29：中国烟叶类产品的全球性需求（百万美元）



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心
注：图中预测来源于聆讯资料集

图30：中国免税卷烟的全球性需求有望稳健增长（百万美元）



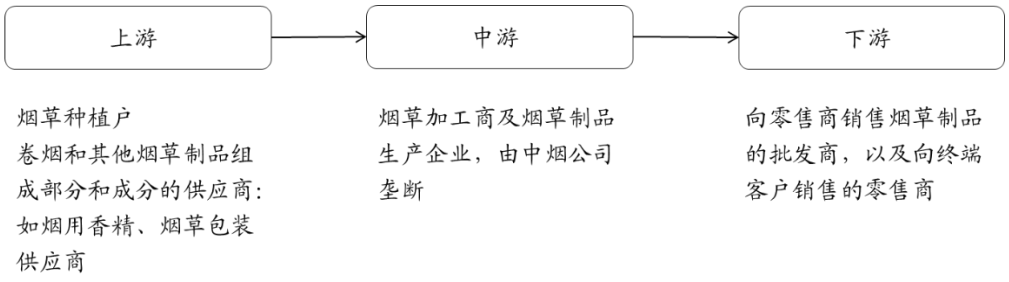
数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心
注：图中预测来源于聆讯资料集

2.2 发挥资本平台作用，推动中国烟草“走出去”进程

烟草市场的价值链通常分为上游、中游及下游三个阶段。上游参与者主要是烟草种植户及卷烟和其他烟草制品的组成部分和成分的供应商；中游参与者是烟草加工商

及烟草制品生产企业；下游是自烟草制品生产企业批发购买烟草制品再向零售商进行销售的批发商，以及向终端客户销售烟草制品的零售商。从烟叶种植、烟叶购销、烟叶加工与卷烟制造、卷烟批发、卷烟零售的全产业链来看，中间的烟叶购销、烟叶加工与卷烟制造、卷烟批发由国家垄断，两端的烟叶种植及卷烟零售以分散的个体经营为主。

图31：烟草市场价值链

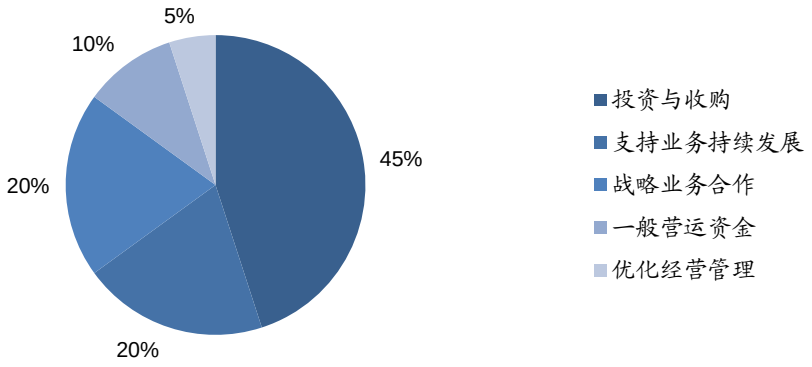


数据来源：国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

中烟香港位于烟草价值链下游，业务收入高度依赖母公司。作为烟草市场产业链下游的批发商，中烟香港的业务开展受到母公司中国烟草的限制，公司聆讯后资料集显示2016-2018年，来自中国烟草总公司旗下的实体交易收入分别占中烟香港总收入的64.4%、70.3%、61.7%，交易产生的销售成本分别占中烟香港总销售成本的69.3%、50.4%、58.2%，中烟香港毛利率高度依赖中国烟草总公司的相关规定。同时，受国家烟草专卖制度规限，目前只有中国烟草总公司及其直属公司获得在中国垄断经营烟草买卖的资格，垄断地位稳固，短期不存在市场竞争，标的具有稀缺性。此次中烟香港上市，其担负主要职责正是打入国际市场，为市场化竞争铺路。

IPO搭建资本运作平台，纵向加强现有市场深度，横向拓宽潜在市场广度。中烟香港作为中烟集团旗下主营烟草进出口贸易的平台公司，在香港资本市场上市后可通过资本运作平台打入国际市场，为中国烟草的市场化竞争铺路。公司聆讯后资料集披露，公司上市募集资金共935.35百万港元，本次募集资金预计45%将逐步用于进行对业务形成补充的投资与收购，以增加在多个市场的市场份额和扩大占有率；预计20%将用于支持业务的持续发展；预计20%将用于与其他国际卷烟公司的战略业务合作，包括通过利用交易对手在当地市场的知识及购销渠道以及在当地市场的管理及运营经验，共同探索及开发新兴烟草市场；预计10%将用于一般营运资金目的；预计5%将用于改善业务资源的管理以及优化经营管理。

图32：公司募集资金用途



数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

2.3 聚焦“一带一路”地区，加快中国烟草“走出去”进程

中国烟草积极响应“一带一路”战略规划。2006年，国家烟草专卖局提出“从立足国内市场向面向国际市场的跨越”；2014年，中央提出“一带一路”建设；2015年国家局成立了烟草行业“走出去”发展战略领导小组和境外并购专项工作小组；2017年国家烟草专卖局印发《烟草行业参与“一带一路”建设，实施“走出去”发展战略工作方案》，要求行业积极参与“一带一路”建设，坚定不移实施“走出去”发展战略，进一步提升开放型经济水平，全面增强中国烟草国际竞争力。

表3：“一带一路”沿线国区域分布

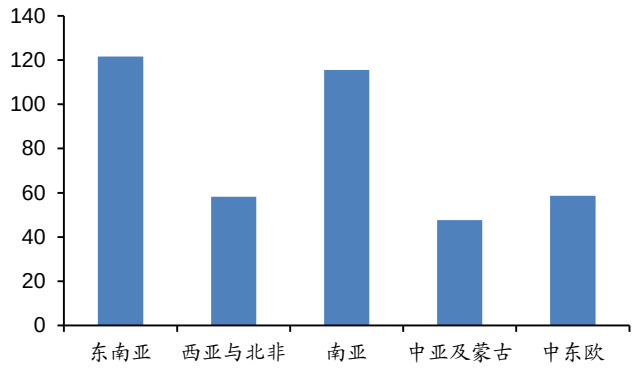
区域	国家名称
东南亚	新加坡、泰国、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨、老挝、越南、缅甸、菲律宾、文莱、东帝汶
西亚与北非	以色列、土耳其、埃及、卡塔尔、阿联酋、伊朗、沙特阿拉伯、约旦、阿塞拜疆、科威特、巴林、伊拉克、叙利亚、也门、阿曼、嫩巴黎、巴勒斯坦、阿富汗
南亚	巴基斯坦、印度、尼泊尔、斯里兰卡、孟加拉国、马尔代夫、不丹
中亚及蒙古	哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、蒙古
中东欧	俄罗斯、匈牙利、波兰、罗马尼亚、白俄罗斯、斯洛文尼亚、黑山、克罗地亚、立陶宛、乌克兰、阿尔巴尼亚、捷克、保加利亚、爱沙尼亚、塞尔维亚、斯洛伐克、格鲁吉亚、拉脱维亚、亚美尼亚、摩尔多瓦、波黑、马其顿

数据来源：“一带一路”合作倡议、广发证券发展研究中心

沿线国家烟民基数大，地区市场具有较大潜力。从卷烟销售情况来看，2016年全球

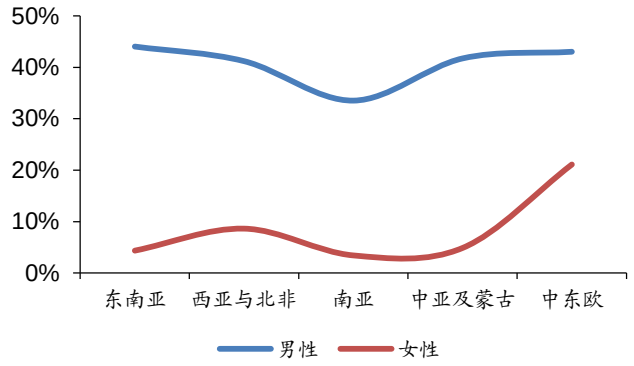
（不含中国）卷烟总销量约3亿件，其中“一带一路”沿线区域约1.6亿件，占比超过50%。东南亚地区及南亚地区卷烟销量分别达到121.6、115.6万箱，市场体量较大，存在培育价值；从吸烟率情况来看，除南亚地区外，“一带一路”沿线地区15岁以上男性吸烟率均超过40%，中东欧15岁以上女性吸烟率达到21%，人均烟草产品消费存在较大增长空间，地区市场具有较大潜力。

图33：“一带一路”地区2016年年度卷烟销量（万箱）



数据来源：世界卫生组织、CNKI、广发证券发展研究中心

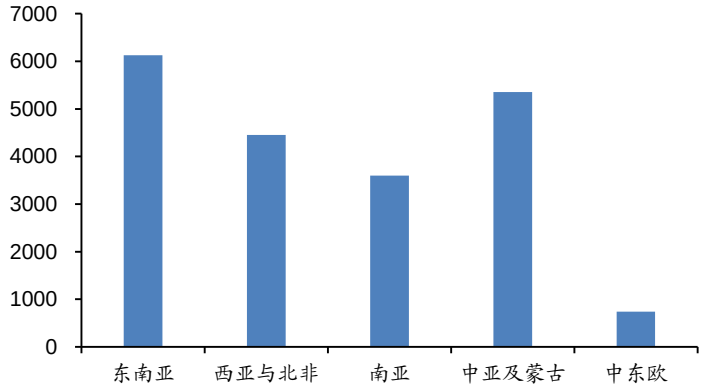
图34：“一带一路”地区15岁以上人口吸烟率



数据来源：世界卫生组织、广发证券发展研究中心

“一带一路”建设项目带动海外卷烟消费。随着“一带一路”建设的推进，中国与沿线国家贸易往来密切，沿线地区中资承建工程项目增长，随之带来中国劳务人员的增加，作为中国卷烟的海外消费群体，势必会带动相关地区对出口卷烟的进一步需求。同时，借助该契机，当地人员的中式卷烟消费量也有望得到增长。

图35：“一带一路”地区从事承包工程中方人员（人）



数据来源：世界卫生组织、广发证券发展研究中心

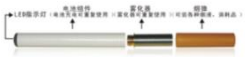
IPO发挥资本优势，加快中国烟草“走出去”进程。针对具备潜力的“一带一路”市场，中烟香港上市后，将充分利用资本运作平台，开展与其他国际卷烟公司的战略业务合作，利用交易对手在当地市场的购销渠道、管理及运营经验，共同探索及开发烟草市场，进行合理布局。集中资本优势聚焦具备潜力的“一带一路”地区烟草市场，推动中国烟草“走出去”战略升级。

三、全球新型烟草日渐风靡，新型烟草出口有望增长

3.1 新型烟草具备健康与潮流属性，成为全球市场新潮流

新型烟草大幅降低危害，且在口感和价格上都具备对传统烟草的替代性，成为市场新潮流。目前市面上的新型烟草产品有两大类三品种：有烟气新型烟草和无烟气新型烟草，其中有烟气新型烟草有包含蒸汽式电子烟和加热不燃烧制品。1）在减害方面，传统卷烟中含有超过4000中化学成分，其中包括50多种致癌物质，例如烟草燃烧时会产生焦油和一氧化碳，焦油中含有苯并芘、砷、镉、甲基肼、氨基酚等多种致癌物质，对人体健康的危害极大；而蒸汽式电子烟仅含5种单纯成分，1/2-丙二醇调和剂和尼古丁、香料、水和植物甘油，不含焦油、一氧化碳、重金属等有害物质，对人体的危害大大降低，且没有二手烟污染；由于加热温度控制在350度以下，远低于有害物质释放所需要的600度，加热不燃烧式电子释放物的其释放量仅为传统烟草制品的5%，细胞毒性则仅有传统卷烟的14%。2）在口感方面，蒸汽式电子烟通过在烟油中添加烟碱、尼古丁模仿传统卷烟的口感；而以IQOS为代表的加热不燃烧产品则在低温环境下加热使烟弹里的烟叶散发出香味和烟草味，最大程度还原传统卷烟的纯正口感和击喉感，比较容易被传统烟草消费者接受。3）在价格方面，以日本市场为例，传统卷烟和IQOS/glo/PloomTech的烟弹每盒均价均在400-500日元区间，由此看出新型烟草在价格上也具备可替代性。

表4：主要新型烟草产品介绍

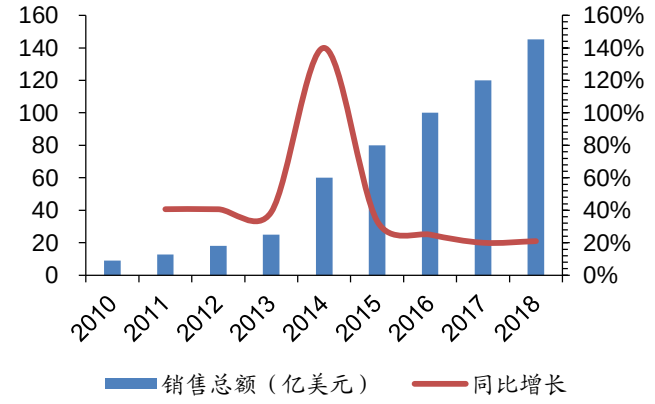
	蒸汽式电子烟	加热不燃烧产品（HTU)	无烟气产品(口含烟、鼻烟等)
			
工作原理	将含尼古丁的烟油雾化为蒸汽后供用户吸食的产品	利用特定装置对实体卷烟进行烘烤、加热，从而在不点燃烟叶的条件下获得烟草香气，但避免了高温燃烧烟草产生的有害物质	通过口含、吸吮烟草等方式向消费者提供满足感
部件	电子杆、雾化器和烟油	充电器、加热片和烟弹	——
口感	烟油大多不含烟草，口感与卷烟差别较大	烟弹大多由烟草片及过滤装置构成，口感与传统烟草更接近	与传统卷烟差别最大
主要市场	美国、欧洲	日本、韩国	——

数据来源：2017 全球烟草流行报告、广发证券发展研究中心

传统卷烟增长承压，新型烟草成为重点拓展方向。在传统卷烟销量不断下滑的情况下，蒸汽式电子烟、加热不燃烧烟草制品等新型烟草产品在全球市场加速迭代，保持着较快的发展态势，尤其是加热不燃烧烟草制品。蒸汽式电子烟市场保持着 20%以上的增长速度，近三年 CAGR 达 21.98%；而加热不燃烧烟草制品市场保持着

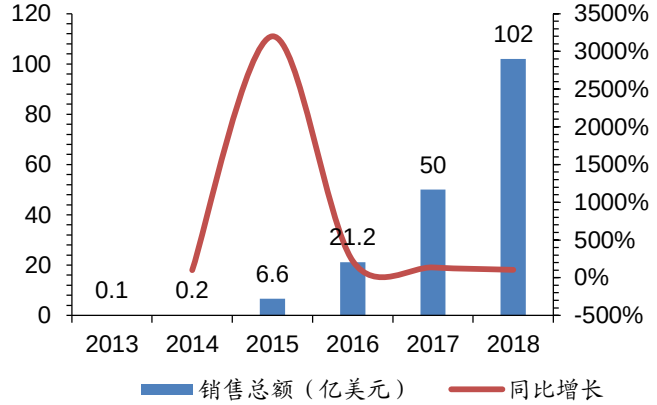
100%以上的增长速度，近三年 CAGR 达 149.09%。2018 年，全球电子烟销售总额达到 120 亿美元，同比增长 27%，电子烟销售额已成为继卷烟、烟丝、雪茄之后，销售额排名第四的品类，全球加热不燃烧销售额约为 102 亿美元，同比增长 104%。

图 36：世界蒸汽式电子烟销量情况



资料来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

图 37：世界 HNB 销量情况



资料来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

烟草巨头积极布局新型烟草市场，加热不燃烧发展迅速。2005年世界卫生组织通过《烟草控制框架公约》标志着传统卷烟的控制成为了全球不可逆转的趋势。在烟草控制加强、健康意识提高的影响下，菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟草这四大烟草巨头也在近年来纷纷将新型烟草定为重点研发和拓展的方向。布局较早的为菲莫国际，在2008年之后即就开始启动IQOS研发项目，而英美烟草、日烟国际也在2010年左右相继投入研发加热不燃烧制品。

表5：烟草巨头进军新型烟草领域情况

公司	主要布局
菲莫国际	**2008 年开始研发新型烟草**，2014 年收购电子烟品牌 Nicolites，2014 年 11 月推出 IQOS 加热不燃烧烟具，采用专利技术，团队自主研发和设计，目前已经在全球很多国家和地区售卖；2018 年吸取 Nicolites 技术，推出 IQOSMESH，进军蒸汽式小烟领域。
英美烟草	**2012 年开始布局新型烟草**，2012 年收购了英国 CNCREATIVE 电子烟公司；2013 年推出 Vype 蒸汽式电子烟，还在 2015 年推出 GloiFUSE 加热不燃烧电子烟，将电子烟与烟草技术进行了结合。
日烟国际	**2011 年开始布局新型烟草**，2011 年 8 月注资位于旧金山的 PLOOM 公司开发低温非燃烧新型烟草制品，2013 年 4 月产品正式在奥地利投放市场，随后相继在韩国、意大利及日本推出。2014 年收购英国赞德拉、美国 Logic 等电子烟公司。目前拥有蒸汽式电子烟品牌 Logic 和加热不燃烧电子烟品牌 PLOOM。

数据来源：世界烟草发展报告、中国烟草网、广发证券发展研究中心

3.2 中烟公司 HNB 试销海外，中烟香港新型烟草业务具备成长空间

国内HNB市场刚刚起步，内销市场尚未放开。目前我国加热不燃烧产品归属于《烟

草专卖法》监管范畴，但是国内中烟公司尚未在国内批准销售HNB产品，因此目前国内的HNB市场基本是空白。2018年7月，《国家烟草专卖局关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知》提出进一步研究制订市场监管、鉴别检验等方面的相关政策规定。

中烟公司纷纷推出产品试销海外，参与国际舞台。中烟公司最早于2013年开始布局加热不燃烧烟草制品，目前共有7家中烟公司取得重大突破：四川中烟是我国首家推出HNB的烟草企业，于2017年底研制成功低温加热烟具“宽窄功夫”及其配套的烟弹“宽窄子弹头”，2017年12月登陆韩国市场进行试销，2018年7月进入日本市场；2018年初云南中烟相继推出webacco，主要目标市场为柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国；广东中烟是我国第三家推出HNB产品的企业，于2018年7月研发出MU+和ING，在老挝上市销售；湖北中烟于2018年11月推出MOK及其配套烟弹COO，并在武汉设立线下体验店，主要市场为韩国；继四家中烟后，山东中烟推出HNB烟弹“方寸”，安徽中烟推出HNB烟具“巅”，贵州中烟研发出新型卷烟红外加热技术。

表 6：四大中烟加热不燃烧产品

中烟公司	上市时间	产品	上市市场	图示
四川中烟	2017 年 12 月	宽窄功夫、子弹头	韩国	
云南中烟	2018 年 4 月	webacco	韩国	
广东中烟	2018 年 7 月	MU+、ING	老挝	
湖北中烟	2018 年 11 月	MOK、烟弹 COO	韩国	

数据来源：中国烟草官网、宽窄功夫官网、广发证券发展研究中心

中烟香港助力HNB走出去，充分发挥平台作用。在新型烟草出口业务上，中烟香港上游对接包括各省级中烟公司在内的中国烟草总公司旗下所有实体，下游向以亚洲国家为主的全球多个国家销售，公司目前按照与客户签订的协议售价减去至少1%向中国烟草总公司旗下实体采购，遵循定价策略将毛利维持在1%左右。在传统烟草业务稳定发展的基础上，中烟香港可以利用其在烟叶类产品及卷烟产品的海外销售渠道及客户资源，打造新型烟草出口销售网络，充分发挥平台作用及渠道优势。

上市打造多元化销售渠道，分享新型烟草成长红利。国外烟草公司加热不燃烧烟草

制品布局较早，具备较高市场知名度，目前中国烟草总公司已在加热不燃烧业务研发及制造方面投入大量资源，但仍需加大力度提升产品知名度。作为新型烟草制品出口的独家运营实体，中烟香港通过上市可以借助资本平台进一步拓宽多元化销售渠道，在新型烟草广阔的全球市场前景下，分享其成长红利。

盈利预测与投资建议

通过对公司主要业务及相关政策的梳理，展望公司未来发展前景，我们做出以下核心假设：

1）传统烟叶进出口业务稳步发展。烟叶进出口业务作为公司传统业务，发展稳定。在全球烟草消费承压背景下，国家烟草专卖局的产业政策推动中国烟草的世界需求。

2）卷烟出口业务收入有望增长。根据250号文规定，中国卷烟供应商需与中烟香港进行交易，以向相关免税市场销售产品，不得直接向免税店或批发商销售。作为免税卷烟的主要消费群体，跨境游客增加促进免税卷烟出口市场进一步发展，中烟香港发挥“走出去”平台作用。2018年卷烟出口业务毛利率大幅下滑，系两大因素影响：250号文件规定有关卷烟价格下限导致销售成本增加、重组完成日期后增量业务销售额增加，我们认为两大因素的影响大多在2018年体现，后续公司该业务的毛利率还将以平稳为主。

3）新型烟草业务具备成长潜力。新型烟草产品在全球市场加速迭代，保持着较快的发展态势，国内中烟公司纷纷推出HNB试销海外，中烟香港作为进出口平台分享新型烟草成长红利。目前，公司新型烟草出口业务刚刚起步，2018年5月开始进行该项业务，8个月时间即实现16.9百万港元。2019年业务有望维持高增长，且业务经营时间比2018年多出4个月，因此我们给予该业务2019年超过100%的高增速预期。

表 7：公司收入分业务预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
烟叶类产品进口业务					
收入（百万港元）	5487.5	4338.4	4688.9	5021.8	5275.9
成本（百万港元）	5218.6	4117.2	4449.7	4765.7	5006.8
毛利率	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
烟叶类产品出口业务					
收入（百万港元）	1895.2	1179.5	1188.3	1199.9	1211.7
成本（百万港元）	1827.0	1140.6	1149.1	1160.3	1171.7
毛利率	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
卷烟出口业务					
收入（百万港元）	424.2	1497.9	1587.6	1676.1	1761.0
成本（百万港元）	266.0	1384.0	1467.0	1548.8	1627.1
毛利率	37.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
新型烟草制品出口业务					
收入（百万港元）	—	16.9	42.37	76.26	122.01
成本（百万港元）	—	16.72	41.94	75.50	120.79
毛利率	—	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
收入合计	**7806.9**	**7032.7**	**7507.1**	**7974.1**	**8370.5**
成本合计	**7312.5**	**6659.8**	**7107.7**	**7550.2**	**7926.4**

数据来源：公司聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

随着中央“一带一路”建设进程推进，中烟集团对国际市场重视程度的不断提升以及“走出去”战略的升级，中烟香港上市后可充分发挥资本运作平台作用，聚焦具备潜力的“一带一路”地区烟草市场，增强中国烟草的全球竞争力，公司整体业绩有望稳步增长。预计公司2019-2021年营业收入分别为75.07、79.74、83.71亿港元，归母净利润2.79、3.01、3.19亿港元，首次覆盖暂不给予评级。

风险提示

国家烟草专卖制度变动：公司业务高度依赖于国家烟草专卖制度，烟草专卖制度发生任何变动都会对公司业绩造成重大不利影响。国家烟草专卖制度的存在以及公司与中国烟草总公司旗下的实体合作及关系的稳定性对公司业务、经营业绩、财务表现至关重要。

全球控烟运动加剧：控烟运动及会导致烟草制品的全球需求及消费减少，许多国家及地区正加快控烟立法进程对烟草制品的售卖做出限制。消费者对健康问题的关注会促进新型烟草的发展，但相关政策具有不确定性。

新型烟草相关政策具有不确定性：消费者对健康问题的关注促进新型烟草的快速发展，但政策前景不明朗，业务发展仍具有不确定性。

季节波动：烟叶种植季节受原产地所在国家或地区影响，公司需在烟叶类产品收获及加工之后采购并向客户销售，因此收入确认时间与烟叶种植季节密切相关，进一步受到天气及气候条件影响。

与供应商及客户关系：公司前五大客户收入占比超过 80%，虽与客户建立长期合作关系，但通常并未签订长期买卖协议或收到客户长期采购承诺。客户财务状况及商业模式的变动会影响公司相关业务，若主要客户采购量大幅减少，公司面临无法及时找到替代客户的风险。

地区政治事件及变动：公司的进出口业务需经过原产国、目的国及转运点的各项安全及海关检查，并受到关税及贸易限制。政治事件可能导致地区贸易法规变动，对产品需求或供应造成重大影响。公司在东南亚地区相关收入占比超过80%，东南亚特定的经济、政治及监管形式，消费者偏好、自然灾害等因素可能导致对烟叶类产品及卷烟需求的减少，对公司业务、经营业绩及财务状况产生重大不利影响。

资产负债表 单位：百万港元

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1997	651	1196	1480	1785
应收帐款	764	449	480	509	535
库存	1145	1038	1108	1177	1235
其他流动资产	180	0	500	350	200
流动资产总计	4087	2138	3283	3517	3755
固定资产	150	0.37	39	75	108
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	4	0	0	0	0
长期资产总计	155	0	39	75	108
总资产	4241	2139	3322	3591	3864
应付帐款	1845	1486	1586	1685	1769
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	85	78	84	89	93
流动负债总计	1930	1565	1670	1774	1862
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	0	0	0	0
长期负债总计	2	0	0	0	0
股本	0.01	500	692	692	692
储备	2309	74	958	1121	1302
股东权益	2309	574	1649	1812	1993
少数股东权益	1	0	2	5	8
总负债及权益	4241	2139	3322	3591	3864

现金流量表 单位：百万港元

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	344	259	281	304	322
折旧与摊销	6	3	1	4	7
运营资本变动	9	481	5	5	4
其他经营现金流	(0)	14	0	0	0
经营活动产生的现金流	359	758	288	313	333
资本性投资	1	1	40	40	40
长短期投资款项	180	785	500	(150)	(150)
其他投资现金流	23	18	0	0	0
投资活动产生的现金流	(159)	(768)	(540)	110	110
净增权益	0	499	935	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	91	1835	138	138	138
其他融资现金流	(1)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(92)	(1336)	797	(138)	(138)
汇率变动对现金影响	0	0	0	0	0
现金变动	108	(1346)	545	285	305
期初现金	1889	1997	651	1196	1480

利润表 单位：百万港元

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7807	7033	7507	7974	8371
销售成本	7313	6660	7108	7550	7926
经营费用	86	65	69	74	77
经营利润(息税前利润)	409	308	330	350	367
净利息收入/(费用)	0	0	0	0	0
其他收益/(损失)	22	17	18	27	33
税前利润	431	325	349	377	399
所得税	83	63	68	73	77
少数股东权益	3	2	2	3	3
净利润	351	262	281	304	322
归母净利润	344	259	279	301	319
每股收益(港元)	-	0.52	0.40	0.44	0.46

财务分析

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	23.7%	-9.9%	6.7%	6.2%	5.0%
归母净利润增长	2.9%	-24.6%	7.4%	8.1%	6.0%
获利能力					
毛利率	6.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
净利率	4.4%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
偿债能力					
资产负债率	45.5%	73.2%	50.3%	49.4%	48.2%
流动比率	2.1	1.4	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.5	0.7	1.3	1.3	1.4
周转率					
存货周转率	5.1	6.1	6.6	6.6	6.6
应收账款周转率	11.4	11.6	16.2	16.1	16.0
总资产周转率	1.8	2.2	2.7	2.3	2.2

广发造纸轻工行业研究小组

赵 中 平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。2017 年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。

汪 达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。2017 年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。

陆 逸：联系人，亚利桑那州州立大学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。

徐 成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。