

中烟香港 (06055.HK)
评级: 增持

 当前价格 (港元): **17.00**

2019.07.17

烟草专卖制度铸就护城河, HNB 新型烟草放量可期
——中小盘首次覆盖报告

	刘易(分析师)	邱苗(研究助理)	杨文健(研究助理)
	liuyi014913@gtjas.com	qiumiao@gtjas.com	yangwenjian@gtjas.com
	021-38674878	021-38675861	021-38674711
证书编号	S0880515080001	S0880118060081	S0880118050039

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	4.93-28.50
当前股本 (百万股)	666.68
当前市值 (百万港元)	11333.56

本报告导读:

公司拥有烟草类产品进出口独家经营权, 在上下游产业链中具备强议价能力, 通过 HNB 新型烟草领域的切入实现自我变革, 借助壁垒寻求新增增长极, 目标价 21.51 元。
摘要:

- **首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 21.51 元。**公司作为中烟旗下唯一的国际业务平台, 拥有烟草类产品进出口的独家经营权, 在所从事业务领域没有任何竞争对手, 充分受益于中烟整合海外资源及大力推广新型烟草制品的趋势。考虑到标的具备高度稀缺性、独家经营地位带来高议价能力、HNB 新型烟草制品放量可期, 预计 2019-2021 年营业收入分别为 76.00、78.26、80.52 亿港元, 归母净利润 3.44、3.62、3.80 亿港元, 对应 EPS0.52、0.54、0.57 港元。给予目标价 21.51 元, 对应 2019 年 41PE 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **东南亚港澳台市场需求稳定, HNB 新型烟草制品加速落地。**免税中国品牌卷烟的全球需求量以 5.6% 的 CAGR 稳步增长, 公司作为卷烟特定地区的独家营运实体充分受益。同时, 公司 2018 年 5 月开始从事新型烟草业务, 仅 8 个月时间即实现销售加热棒 5485 万只 (包含 MC、娇子、COO 及 MU+ 四款产品)、贡献 1689 万港元收入增量, 未来随着各省中烟公司 HNB 产品加速落地, 公司业务有望超预期。
- **烟草专卖制度构筑高壁垒和竞争优势, 财务指标表现良好。**我们认为公司竞争优势体现在以下四个维度: ①经营层面: 独特的经营模式决定了较为稳定的毛利率, 无需营销和研发投入即可维持市场竞争力, 业务垄断性极强; ②管理层面: 存货和应收账款周转率加快反映管理效率改善, 资产模式极轻且变现能力强, 坏账风险几乎为零; ③财务层面: 绝大多数负债来自占用上游应付款项及票据, 无任何短期借款和长期借款, 财务风险可控、资金成本较低; ④业绩层面: 主营业务突出且净利润含金量高, 股东权益报酬率 (摊薄) 达到 45%, 属于绩优范畴。不足之处在于, 公司业绩因重组及政策变动出现较大波动、关联关系占比高导致对中烟集团严重依赖、过往历史暂未分红等。
- **催化剂:** 中烟加速推出新型烟草制品并通过公司向海外出售
- **风险提示:** 对中烟集团依赖的风险; 全球控烟运动带来的消费端压力

相关报告

《百年一遇之烟草大变革, 四类商家之纵览产业链》

财务摘要 (百万港元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6310.33	7806.94	7032.67	7599.96	7826.17	8051.57
(+/-)%	-	23.72	-9.92	8.07	2.98%	2.88
毛利润	488.82	494.40	372.91	405.17	417.54	430.32
净利润	334.56	344.33	259.48	343.65	361.60	380.19
(+/-)%	-	2.92	-24.64	32.43	5.23	5.14
PE	34.07	33.10	43.93	33.17	31.53	29.99
PB	2.61	2.69	5.33	4.36	3.76	3.29

目录

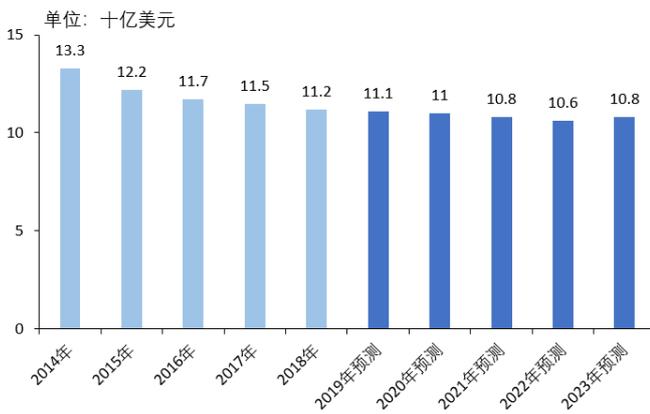
1. 全球及中国烟草行业存在长期稳定的进出口需求.....	3
1.1. 全球烟叶类产品天然存在差异, 烟草市场依赖进出口活动.....	3
1.2. 中国拥有全球最大吸烟群体, 进出口市场存在长期需求.....	3
1.3. 东南亚及港澳台烟草需求稳定, 免税店卷烟具备增长潜质.....	4
1.4. 全球 HNB 新型烟草制品迅速崛起, 国内市场放量大势所趋.....	5
2. 背靠中烟集团, 公司拥有烟草进出口独家经营权.....	6
2.1. 中烟旗下唯一国际业务平台, “走出去”发展战略排头兵.....	6
2.2. 主营业务突出, 涵盖烟叶类、卷烟、新型烟草等四大类别.....	7
2.3. 2018 年重组完成后, 公司资产及负债情况发生较大变化.....	10
3. 烟草专卖制度构筑高壁垒, 竞争优势体现在三方面.....	11
3.1. 公司从事业务领域属于独家营运实体, 拥有极深的护城河.....	11
3.2. 客户及供应商关系稳定, 在产业链中具备较强的议价能力.....	11
3.3. 各省中烟公司加速 HNB 布局, 公司销售渠道处于有利地位.....	12
4. 四维度定量分析经营模式特色.....	12
4.1. 经营层面: 独特的经营模式决定合理利润率, 无需营销和研发费用即可维持市场竞争力.....	12
4.2. 管理层面: 存货和应收账款周转速度加快, 资产模式轻且变现能力强, 坏账风险几乎为零.....	15
4.3. 财务层面: 绝大多数负债来自占用上游的应付账款及票据, 财务风险可控, 资金成本较低.....	17
4.4. 业绩层面: 主营业务突出且净利润含金量高, 股东权益报酬率达到 45%, 属于绩优范畴.....	18
5. 盈利预测与估值.....	20
5.1. 自由现金流贴现模型 (FCFF).....	20
5.2. 经济增加值模型 (EVA).....	23
6. 投资风险.....	23
6.1. 对中烟集团依赖的风险.....	23
6.2. 全球烟草制品需求和消费下降风险.....	24
6.3. 收入受季节性波动影响.....	24

1. 全球及中国烟草行业存在长期稳定的进出口需求

1.1. 全球烟叶类产品天然存在差异, 烟草市场依赖进出口活动

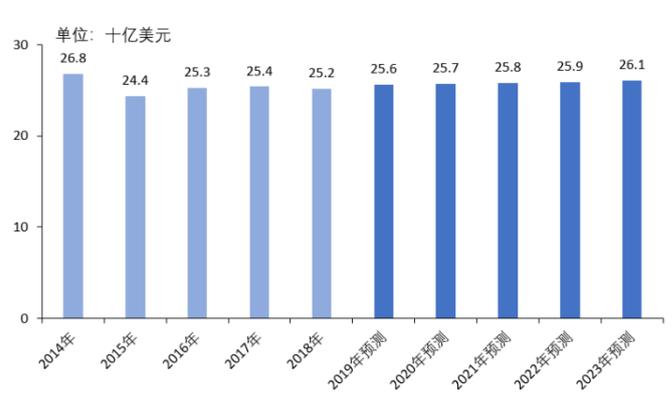
不同产地的烟叶类产品具有独特的口感及风味, 全球烟草市场严重依赖烟叶类产品及卷烟产品进出口活动。烟草市场主要包括三个部分, 即烟草种植、烟草制品制造、烟草制品分销及零售。由于不同产地的烟叶类产品具有独特的口感及风味, 一个国家的国内烟叶类产品供应往往无法满足该国烟草生产企业理想质素、数量、规格、定价或其他商业因素需求, 导致烟草生产企业必须使用特定产地的烟叶类产品, 以保证其烟草制品特色鲜明的口感及风味。

图 1: 全球进口烟叶类产品需求有望经历调整后企稳



数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 国泰君安证券研究

图 2: 全球进口卷烟产品需求有望保持小幅增长

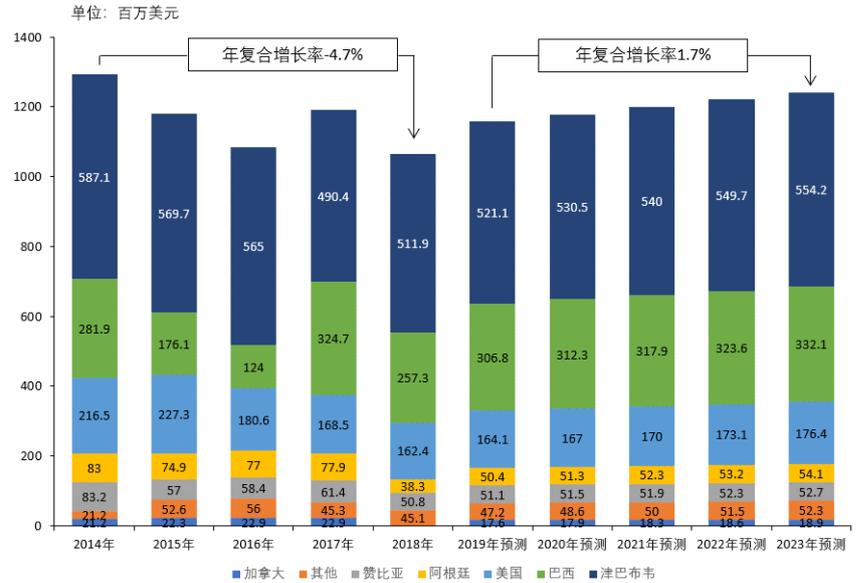


数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 国泰君安证券研究

1.2. 中国拥有全球最大吸烟群体, 进出口市场存在长期需求

中国烤烟的独特风味决定了需要从世界不同地区进口烟叶类产品, 国内高端卷烟销量增长进一步推动进口需求。根据弗若斯特沙利文报告, 中国拥有全世界人数最多的吸烟者, 2018 年中国吸烟者人数达到 3.06 亿, 如此庞大的消费群体为进口烟叶类产品提供了一个稳定的市场。由于中国烤烟的独特风味对烟叶类产品的质量 and 口味有严格的要求, 故中国烟草行业需要从世界不同地区进口烟叶类产品。此外, 由于中国进口的烟叶类产品主要用于生产高端卷烟, 生产企业通常将国内种植的烟叶类产品与进口烟叶类产品混合使用, 用于制造中高档卷烟以提升口感, 因此在中国吸烟者消费升级、国内高端卷烟销量增长的推动下, 进口烟叶类产品的需求将进一步提升。再加上国家烟草专卖局处理产品过剩问题, 自 2016 年以来已减小烟草种植农场规模, 逐步削减烟叶类产品的国内产量。综合以上各个因素, 预计中国未来五年对进口烟叶类产品的需求将以 1.7% 的年复合增长率稳定增长, 到 2023 年有望达到 12.41 亿美元。

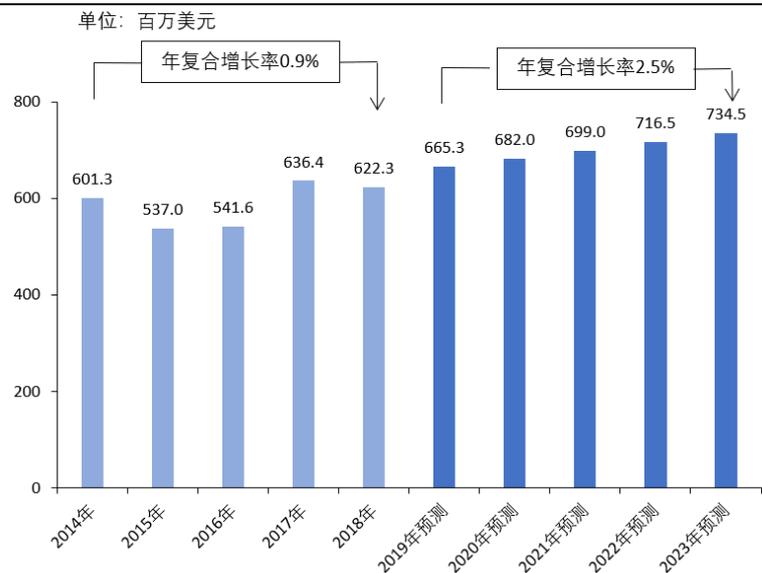
图 3: 未来五年中国进口烟叶类产品需求或以 1.7% 的 CAGR 稳定增长



数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 国泰君安证券研究

国家烟草专卖局积极扩大中国烟草制品在国际市场的业务影响力, 出口市场亦将保持稳步增长。中国约 70% 的出口烟叶类产品是烤烟, 由于国际市场烟叶类产品需求疲弱、生产成本增加及运费上涨造成的负面影响, 中国烟叶类产品出口额从 2014 年的 6.01 亿美元降至 2016 年的 5.42 亿美元。然而, 受益于国家烟草专卖局的产业政策, 国家烟草专卖局积极扩大中国烟草制品在国际市场的业务影响力及提高中国烟草制品的全球知名度和美誉度, 中国烟叶类产品出口额回升并于 2017 年达到 6.36 亿美元。根据弗若斯特沙利文报告, 政策推动下, 预计全球对中国烟叶类产品的需求量将从 2018 年的 6.22 亿美元稳步增长至 2023 年的 7.35 亿美元, 年复合增长率为 2.5%。

图 4: 未来五年中国烟叶类产品的全球需求或以 2.5% 的 CAGR 稳定增长



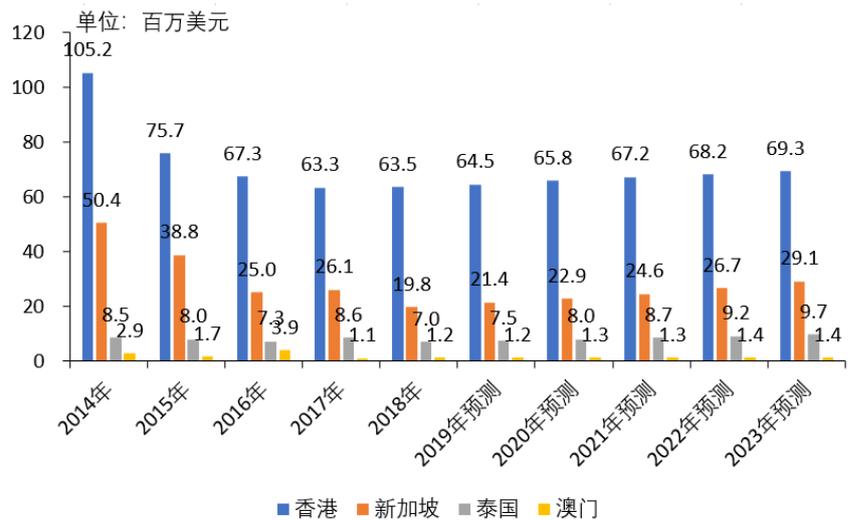
数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 国泰君安证券研究

1.3. 东南亚及港澳台烟草需求稳定, 免税店卷烟具备增长潜质

中国烟叶类产品拥有难以被海外当地产品取代的独特口感及香型，东南亚及港澳台烟草需求稳定。根据弗若斯特沙利文报告，东南亚地区是中国烟叶类产品的第二大市场，约占 2017 年中国烟叶类产品全球需求总量 34.0%。此外，作为第二大烟草制品消耗市场，东南亚地区为中国烟草制品提供了巨大的市场潜质。具体比重来看，东南亚地区（印度尼西亚、新加坡、越南等）、香港澳门及台湾地区、欧洲三地分别占 2018 年中国烟叶类产品总出口额的 28.8%、3.3%及 37.5%。

卷烟特定地区（香港、新加坡、泰国、澳门的免税店及批发商以及中国境内关外免税店）对中国品牌卷烟的需求亦稳步增长。中国免税卷烟主要在受中国人欢迎的旅游目的地的免税店出售，包括香港、新加坡、泰国、澳门以及中国境内关外地区的免税店（统称卷烟特定地区），受益于中国游客数量快速增加，香港及新加坡成为中国免税卷烟两个主要市场。根据弗若斯特沙利文报告，免税中国品牌卷烟的全球需求量 2018 年至 2023 年有望以 5.6%的年复合增长率稳步增长且将于 2023 年达到 10.43 亿美元；其中，香港及新加坡的需求预计于 2023 年达到 0.69 亿美元及 0.29 亿美元。

图 5：香港、新加坡、泰国、澳门等地对中国免税卷烟需求旺盛

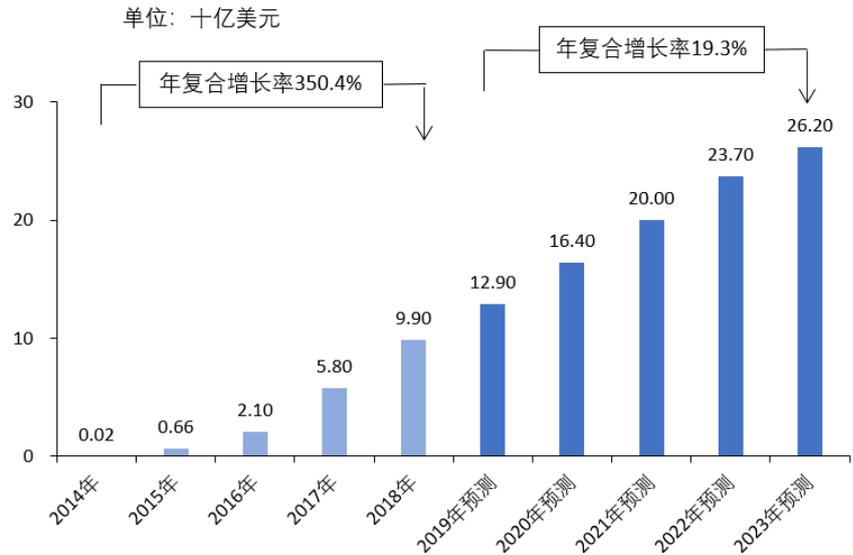


数据来源：弗若斯特沙利文报告，国泰君安证券研究

1.4. 全球 HNB 新型烟草制品迅速崛起，国内市场放量大势所趋

加热不燃烧烟草制品近年来在吸烟者中日渐风靡。为响应顾客对传统烟草制品的替代品的需求，各大国际烟草公司已向全球吸烟者推出加热不燃烧烟草制品，其原理是烟叶不会燃烧，而是烟草成分被加热及雾化，既能保持传统香烟的吸食口感，又能大幅降低对人体的危害。根据弗若斯特沙利文报告，全球加热不燃烧烟草制品市场在过去五年迅猛增长，2014 年全球销售收入仅为 0.2 亿美元，2018 年飙升至 99 亿美元，年复合增长率高达 350.4%；长远来看，预计加热不燃烧产品市场规模将从 2019 年的 129 亿美元增至 2023 年的 262 亿美元。

图 6: 未来五年全球加热不燃烧烟草制品销售额有望延续增长态势



数据来源: 弗若斯特沙利文报告, 国泰君安证券研究

中国在加热不燃烧烟草制品领域奋起直追, 中烟集团部分烟弹产品已开始在海外试销, 相关烟具在国内外均有发售。就加热不燃烧烟草制品而言, 中国生产企业主要与海外烟草巨头竞争, 由于海外烟草巨头很早便着手开发及销售, 中国企业与之相比存在较为明显的差距。但是, 中国企业在该领域正在奋起直追, 2018 年共提交 1391 项加热不燃烧烟草制品专利申请。自 2017 年开始, 中烟集团陆续推出以 HNB 为主的新型烟草制品, 例如云南中烟推出 MC、Webacco 系列产品, 广东中烟推出 MU+、ING 系列产品等, 已经具备一定的产品技术基础; 而部分烟弹产品已开始海外市场进行试销, 相关烟具在国内外均有发售。

图 7: 公司新型烟草产品组合主要包括 MC、娇子 (宽窄)、COO 及 MU+



数据来源: 搜狐网《五大中烟公司入局加热不燃烧市场》

2. 背靠中烟集团, 公司拥有烟草进出口独家经营权

2.1. 中烟旗下唯一国际业务平台, “走出去” 发展战略排头兵

中烟香港成立于 2004 年, 是中国烟草总公司的全资附属公司。公司的业务历史可追溯至 1989 年, 天利开始从事烟草制品业务; 2004 年 2 月公司在香港正式注册成立, 最开始为私人股份有限公司, 创始成员包括天利 (注册成立时持有 9900 股股份) 和 Tulley (注册成立时持有 100 股

股份); 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》，公司成为“走出去”发展战略的排头兵，肩负起中烟国际化重任。

表 1: 公司发展历史可追溯至 1989 年，经历多次大事件发展壮大

年份	发展大事件
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	公司于香港注册成立
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》
2018 年	60 号文及国家烟草专卖局批文授予公司经营相关业务的独家经营权

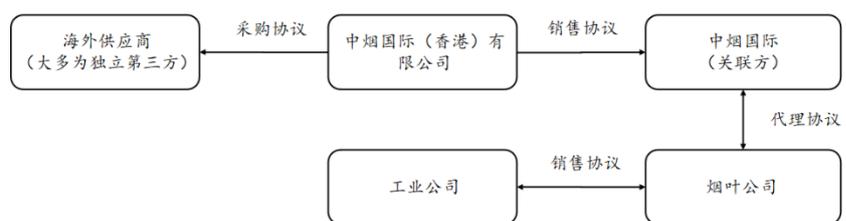
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

2.2. 主营业务突出，涵盖烟叶类、卷烟、新型烟草等四大类别

根据中国烟草总公司的声明，公司独家经营四类业务：烟叶类产品进口、烟叶类产品出口、卷烟出口、新型烟草制品出口。

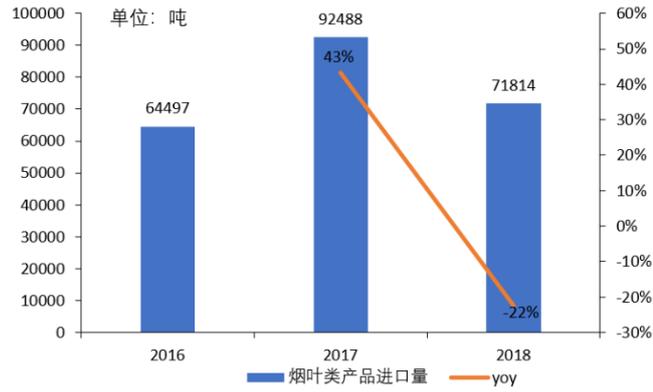
①烟叶类产品进口业务：公司从世界各地采购烟叶，通常在采购价基础上加价 6% 后出售给中烟国际。公司主要从世界各地的原产国或地区（如巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚等）采购烟叶类产品并向中烟国际出售，以转售予中国卷烟生产企业，从而满足其对海外烟叶类产品的需求。定价方面，公司通常会在采购价基础上加价 6%（对于小部分为制造特定卷烟品牌而进口的烟叶类产品，则加价 3%），其向中烟国际出售的进口烟叶类产品价格区间为 6000 美元/吨-9000 美元/吨。

图 8: 中烟香港烟叶类产品进口业务营运流程



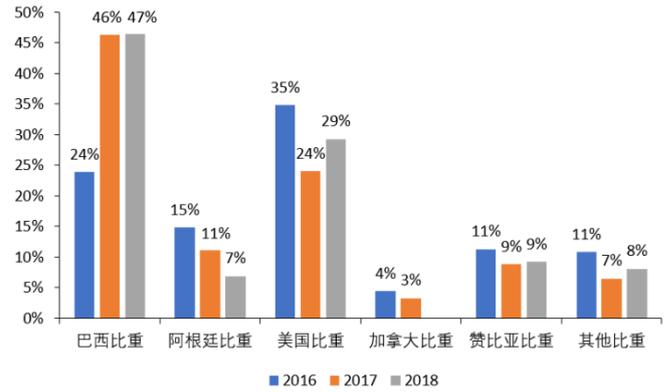
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 9: 2018 年公司烟叶类产品进口量达到 71814 吨



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

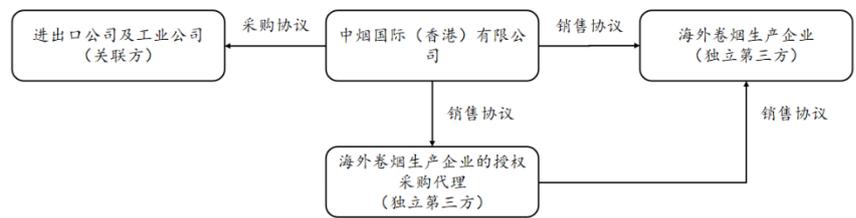
图 10: 巴西、美国、赞比亚等地为公司前五大进口国



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

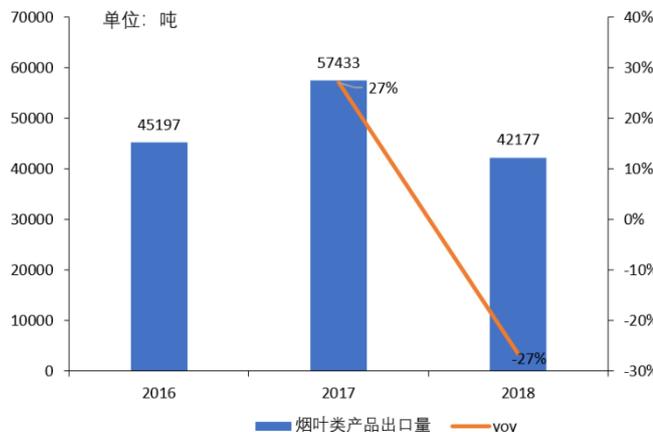
②烟叶类产品出口业务: 公司自进出口公司或工业公司采购烟叶类产品, 再向海外卷烟生产企业及其授权采购代理销售。就中国烟草总公司旗下所有实体而言, 公司是东南亚、台湾地区、香港及澳门烟叶类产品出口业务的独家营运实体, 主要向云南省、贵州省和四川省采购烟叶类产品 (供货商均为公司关联方), 再将产品销售给海外卷烟生产企业及若干卷烟生产企业的授权采购代理。定价方面, 公司从相关进出口公司及工业公司采购烟叶类产品的价格一般按售予客户的销售价格减去 1% 至 4% 的加价比例而厘定。

图 11: 中烟香港烟叶类产品出口业务营运流程



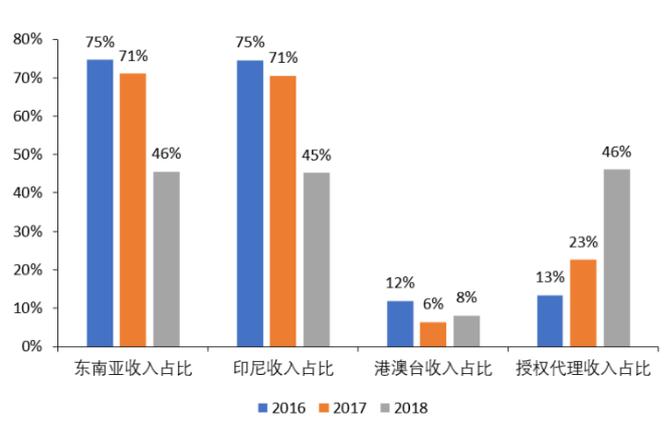
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 12: 2018 年公司烟叶类产品出口量达到 42177 吨



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 13: 2018 年东南亚地区收入占比达到 45.5%



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

③卷烟出口业务: 公司独家经营面向免税店及卷烟批发商的中国品牌卷烟出口业务, 在泰国、新加坡、香港及澳门以及中国境内关外地区销售。

公司产品组合中共有 34 个中国卷烟品牌，包括 175 种规格，玉溪、云烟、红塔山、中华、芙蓉王及利群为主要品牌。招股说明书显示，公司 2016 年-2018 年销售该等主要品牌卷烟所得收入分别占卷烟出口业务总收入的 84.7%、82.2%及 66.0%。市场占有率方面，公司已经建立起覆盖广泛的销售网络，2018 年公司在 中国境内关外地区的免税卷烟出口市场中收入规模排名第一，市场占有率约 37.7%。

图 14: 公司产品组合中包含 34 个知名卷烟品牌



数据来源：搜狐网《中国十大名烟排行榜》

表 2: 2018 年中华卷烟在公司各品牌中销量占比最高，达到 29.7%

	2016		2017		2018	
	千港元	销售收入占比	千港元	销售收入占比	千港元	销售收入占比
玉溪	284,763	45.2	137,631	32.4	186,577	12.5
云烟	128,969	20.5	119,061	28.1	99,179	6.6
红塔山	53,053	8.4	22,995	5.4	7,672	0.5
中华	66,922	10.6	69,219	16.3	444,435	29.7
利群	-	-	-	-	87,099	5.8
芙蓉王	-	-	-	-	163,111	10.9
其他	96,373	15.3	75,310	17.8	509,792	34.0
合计	630,080	100.00	434,216	100.00	1,497,865	100.00

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

④新型烟草制品出口业务: 公司独家经营将新型烟草制品出口至全球海外市场的业务，2018 年已实现 1689 万港元收入。公司自 2018 年 5 月开展新型烟草制品出口业务，目前所售产品主要类型为专门为配套的电子控制加热设备设计的加热棒（即 MC、娇子（宽窄）、COO 及 MU+），8 个月内共销售 5485 万只、贡献 1689 万港元收入。产品定价方面，公司采购新型烟草制品的价格通常按销售价格减去至少 1% 的加价比例而厘定，且向客户提供最多 10 天的信用期。

表 3: 2018 年公司新型烟草产品组合销量及平均录得收入

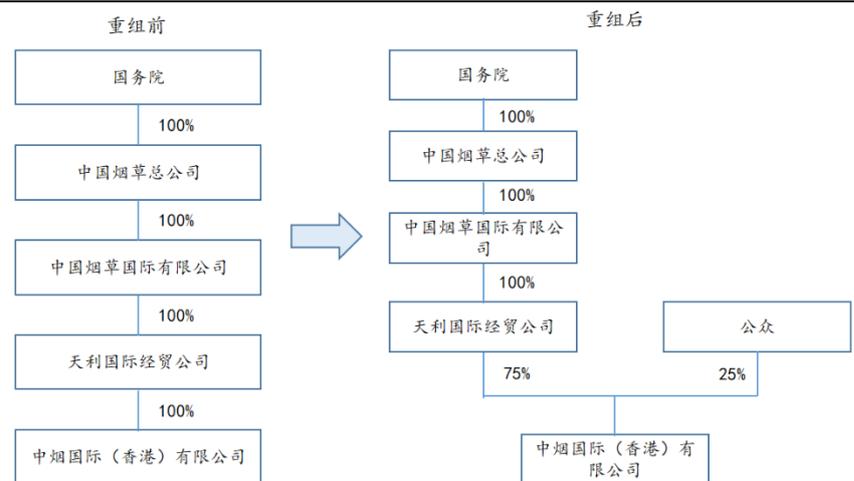
	收入 (千港元)	销量 (百万只)	平均录得收入 (港元)
MU+	61	0.15	0.41
娇子 (宽窄)	5455	16.0	0.34
MC	9366	28.5	0.33
COO	2009	10.2	0.20
新型烟草制品出口	16891	54.85	0.31

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

2.3. 2018 年重组完成后, 公司资产及负债情况发生较大变化

2018 年公司进行重组整合, 正式确立独家营运实体的行业地位。重组前, 公司并无经营任何实质性业务, 中国烟草总公司透过 23 家子公司从事烟草出口工作。为建立中烟国际的国际资本市场运作平台及拓展海外市场, 2018 年 3 月中国烟草总公司印发 60 号文, 指定本公司为中国烟草行业的国际业务拓展平台及相关业务独家营运实体, 其余子公司不得继续从事相关业务, 公司开始享受政策、渠道、市场等天然优势。

图 15: 重组完成后, 公司股权结构发生较大变化



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

公司基本面发生较大变化, 部分资产及负债被视作重组分派。由于中国烟草总公司于重组前控制相关业务, 且在重组后继续控制本公司, 因此, 重组被视为共同控制下的业务合并, 且历史财务数据已采用合并会计处理方式编制, 犹如于往绩记录期间开始时重组已完成且相关业务已合并。然而重组完成前, 有关资产及负债的法定所有权被视作归属于相关业务, 并计入营运实体的财务状况表中; 重组完成后, 该等资产及负债 (主要包括于重组完成日期未清的归属于相关业务之营运实体的银行结余及贸易结余) 由营运实体保留, 并不注入本公司。

图 16: 在编制历史财务数据时, 部分资产及负债被视作重组分派

	港元
物業、廠房及設備淨額	147,451,410
投資物業	4,400,000
貿易及其他應收款項	384,999,389
存貨	232,223,677
定期存款	965,195,004
現金及現金等價物	1,106,571,402
貿易及其他應付款項	(1,017,607,356)
應付即期稅項	(51,699,195)
遞延稅項負債	(2,090,850)
	<hr/>
就重組分配的資產淨值	<u>1,769,443,481</u>

数据来源: 招股说明书

3. 烟草专卖制度构筑高壁垒, 竞争优势体现在三方面

3.1. 公司从事业务领域属于独家营运实体, 拥有极深的护城河

背靠中烟集团, 在所从事业务领域内没有任何竞争对手。根据国家烟草专卖制度, 中烟集团是中国唯一可以从事烟草专卖品生产、销售、进出口业务的企业。根据 60 号文, 公司是中国烟草总公司指定从事当前业务的独家营运实体, 没有任何竞争对手, 在中国所有烟草公司中独家掌握供需双方的资源, 拥有极深的护城河。

3.2. 客户及供应商关系稳定, 在产业链中具备较强的议价能力

受益于独家经营地位, 公司与客户及供应商建立了长期稳定的合作关系。公司主要客户来自中国及东南亚, 与客户及供应商的密切合作使公司拥有较多商业机遇。以烟叶类产品进口业务为例, 公司是从巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚、多米尼加共和国、坦桑尼亚、马拉维等国家进口烟叶类产品至中国的唯一供应商, 这些海外供应商并无其他进入中国市场的渠道, 必须与公司保持合作关系。

表 4: 公司与多家供应商均保持十年以上合作关系

卷烟品牌	供应商	合作关系年期	地理覆盖范围
玉溪	供应商 A(工业公司)	12 年	香港、澳门、新加坡、泰国及中国境内关外地区
云烟	供应商 A(工业公司)	12 年	同上
红塔山	供应商 A(工业公司)	12 年	同上
中华	供应商 B(进出口公司)	超过 17 年	同上
利群	供应商 C(工业公司)	一年内	同上
芙蓉王	供应商 D(工业公司)	一年内	同上

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

公司在与供应商及客户进行商业谈判时具有较强的议价能力, 可将采购成本波动予以转嫁, 以保持平稳合理的利润率。虽然公司出口业务的所

有供应商都是中烟集团的一部分，但由于公司定位于集团内独家进出口渠道，在与供应商谈判和交易过程中依然具有较强的讨价还价的能力。同时，由于公司商业模式特殊，销售定价主要采取成本加成法，向供应商购买烟叶类产品、卷烟及新型烟草制品后再向其客户转售，因此公司可以将采购成本的波动直接予以转嫁，保持平稳合理的利润率。

3.3. 各省中烟公司加速 HNB 布局，公司销售渠道处于有利地位

公司已在海外市场建立起良好的传统烟叶类产品及卷烟销售渠道，各省中烟公司加速 HNB 布局有望注入新的活力。作为中国烟草总公司旗下所有实体向全球多个国家出口及销售新型烟草制品的独家营运实体，公司在海外市场已经建立起良好的传统烟叶类产品及卷烟销售渠道，处于十分有利的地位。长期来看，各省中烟公司向海外市场推出 HNB、烟液式、口含烟等新型烟草是大势所趋，公司可能会适时考虑收购新型烟草制品品牌和销售渠道，补强现有优势，不断提升中烟集团市场占有率及全球竞争力。

表 5: 各省中烟公司在新型烟草领域布局

名称	具体布局
云南中烟	成立新型烟草工作团队，推出 MC+Webacco 产品
四川中烟	宽窄功夫+宽窄子弹头加热不燃烧装置在韩国上市
上海新型烟草制品研究院	FIRAVO 电子烟成功登陆美国纽约和洛杉矶后，又推出自主研发的金鹿口含烟，主要销往菲律宾、日上免税店
广东中烟	经过近五年时间的技术储备和持续研发，推出 MU+、ING
湖北中烟	主打加热不燃烧烟具 MOK、烟弹 COO，具备自主知识产权
湖南中烟	推出超声雾化电子烟 U-sonicig，实现雾化技术专利突破
安徽中烟	推出磁粒均热新品类 Toop-zero 巔，为客户带来全新体验

数据来源：搜狐网《全国各省中烟加热不燃烧产品布局揭秘》

4. 四维度定量分析经营模式特色

为了全面、客观地理解公司的竞争优势，我们从经营、管理、财务、业绩四个维度进行分析和评价。

4.1. 经营层面：独特的经营模式决定合理利润率，无需营销和研发费用即可维持市场竞争力

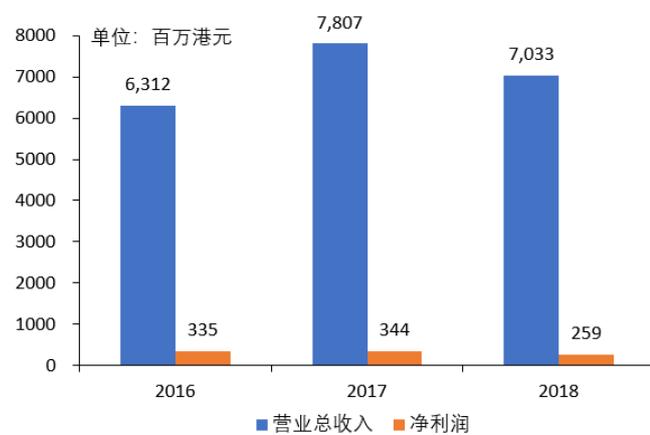
经营分析的重点是看营收增长及变动、产品的市场定位、企业经营的理念及其品牌影响力。

① 营收增长及变动分析

公司销售收入因重组后收入确认问题、政策变动等原因出现波动。2016 年-2018 年公司实现营业收入 63.10 亿港元、78.07 亿港元及 70.33 亿港元，出现一定程度波动，主要归因于烟叶类产品进出口业务的收入减少，且部分被卷烟出口业务收入增加所抵销，具体而言：①烟叶类产品进口业务：截至重组完成日，2.32 亿港元的烟叶类产品正在运输途中并录为

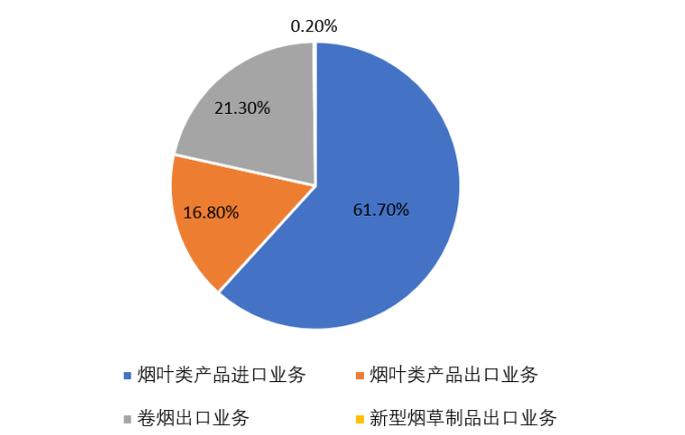
存货，营运实体及客户之间有关该烟叶类产品的交易于重组完成日期后完成，公司 2018 年末确认该交易应占收入；公司 2017 年和 2018 年自巴西采购的烟叶类产品采购量基本均为 4.3 万吨，但录得收入却为 25.43 亿港元和 20.16 亿港元，主要受收入确认时间在年末前后波动影响；
 ②烟叶类产品出口业务：公司按净额基准确认代理销售交易收入，导致收入下降，但未来除少量供应商及买方已建立长期稳定商业关系的交易外，公司预计不会就烟叶类产品出口业务担任代理；
 ③卷烟出口业务：营业收入从 2017 年的 4.24 亿港元增至 2018 年的 14.98 亿港元，根据 60 号文，公司重组完成后便成为经营所在地区免税店出售卷烟的独家经营商经营业务，中烟集团必须将曾直接向免税店出售的所有卷烟出售给公司。

图 17: 2016 年-2018 年营业收入及净利润变动情况



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 18: 2018 年营业收入构成情况



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

从过往业绩来看，关联方采购额及销售额占比较高，公司对中烟集团表现出很强的依赖性。2016 年-2018 年公司的前五大供应商分别占采购总额的 85.2%、82%、及 88.2%，其中最大的供应商是公司的关联方，采购总额占比为 61.1%、51.5%及 58.2%。而 2016 年-2018 年公司的前五大客户分别占公司收入的 89.5%、89.5%及 85.9%，其中最大的客户也是公司的关联方，收入总额占比为 64.4%、70.3%及 61.7%。

表 6: 关联方采购额占采购总额的百分比

	2016 年	2017 年	2018 年
烟叶类产品进口业务	46.6%	30.7%	34.4%
烟叶类产品出口业务	100.0%	100.0%	100.0%
卷烟出口业务	100.0%	100.0%	97.3%
新兴烟草制品出口业务	-	-	100.0%
销售总额	61.1%	51.5%	58.2%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

表 7: 关联方销售额占销售总额的百分比

	2016 年	2017 年	2018 年
烟叶类产品进口业务	100.0%	100.0%	100.0%
烟叶类产品出口业务	0.0%	-	0.3%
卷烟出口业务	-	-	-
新兴烟草制品出口业务	-	-	-
销售总额	64.4%	70.3%	61.7%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

② 市场定位: 销售毛利率分析

由于公司定价方式特殊, 销售毛利率偏低, 但不代表公司产品在市场中没有竞争力。通常而言, 毛利率代表一家企业产品的差异性和市场竞争力, 毛利率越高反映差异化和竞争力越强, 公司 2018 年销售毛利率只有 5.3%, 与烟草行业给投资者的“暴利”印象似乎相去甚远, 主要原因在于其特殊的定价方式。公司主要采用成本加成法, 向供应商购买烟叶类产品、卷烟及新型烟草制品后加上一定的利润空间, 再向其客户进行销售, 例如烟叶类产品采购时会向客户(中烟国际)加价 6%。因此, 毛利率水平偏低并不意味着公司产品没有竞争力。

从毛利率变动情况来看, 公司毛利率从 2017 年的 6.3% 降低至 2018 年的 5.3%, 主要归因于烟叶类产品进口业务及卷烟出口业务的毛利减少。

① 烟叶类产品进口业务: 毛利减少与收入减少一致, 具体原因在上文已有提及; ② 卷烟出口业务: 毛利率由 2017 年的 37.3% 大幅滑落至 2018 年的 7.6%, 系销售成本增加及重组完成日期后增量业务销售额增加所致。具体而言, 2018 年 1 月 1 日生效的 250 号文规定了有关卷烟的价格下限, 令卷烟生产企业售予免税市场的中国卷烟的售价增加, 导致公司 2018 年卷烟出口业务的销售成本增加, 而 2017 年未受到 250 号文的重大影响。同时, 重组之后, 中烟集团必须将彼等曾直接向免税店出售的卷烟出售予公司, 从而增加了卷烟出口业务的收入及销售成本。此外, 为促进重组并提高公司产品的市场份额, 公司就增量业务中销往免税店及批发商的产品采用相同的定价政策及介乎 1% 至 5% 的相对较低加价比例。上述因素共同导致卷烟出口业务毛利率下降。

表 8: 各业务分部毛利率情况

	2016	2017	2018
烟叶类产品进口业务	4.26%	4.90%	5.09%
烟叶类产品出口业务	3.98%	3.57%	3.28%
卷烟出口业务	39.88%	37.28%	7.57%
新兴烟草制品出口业务	-	-	1.02%
总毛利率	7.75%	6.33%	5.30%

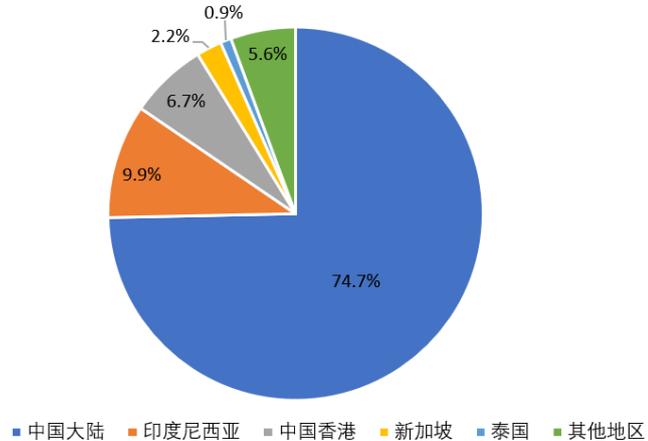
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

③ 品牌影响: 销售地域分布分析

从销售地域来看, 公司是一家以中国大陆地区为根据地并且在海外市场有一定影响力的公司。2018 年公司在大陆地区销售额达到 52.51 亿

港元，占整体销售比重 75%左右；非大陆地区业务整体占比 25%左右，其中印度尼西亚、中国香港、新加坡的销售比重为 9.9%、6.7%、2.2%，未来仍有较大提升空间。

图 19: 大陆地区销售额占公司整体销售额 75%左右



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

④营销与研发

通常而言，一家企业的经营理念主要表现为两个方面，对营销的重视程度和对研发的重视程度，营销费用和研发费用的高低从侧面反映出这家企业以营销见长还是技术见长。但是，由于公司特殊的经营模式，营销和研发费用均为零。

4.2. 管理层面：存货和应收账款周转速度加快，资产模式轻且变现能力强，坏账风险几乎为零

结合公司实际特点，我们注重分析其管理效率和管理风险。

①管理效率（总资产周转率、存货周转率、应收款项周转率）

重组完成后公司资产规模大幅“瘦身”，总资产周转率明显提升。通常而言，资产是一家企业的投入，销售是一家企业的产出，投入产出比（总资产周转率）可以反映这家企业的管理效率。2016年-2018年公司总资产周转率从 1.45 次提升至 3.29 次，主要系公司重组完成后资产规模大幅“瘦身”所致。

存货包括烟叶类产品和卷烟，周转率受年末波动影响从 2016 年的 5.23 次提升至 2018 年的 6.10 次。招股说明书显示，2016 年-2018 年存货分别为 17.06 亿港元、11.45 亿港元及 10.38 亿港元，同期的平均存货周转天数分别为 69.8 天、71.1 天及 59.8 天，主要归因于公司烟叶类产品进口业务年末波动致使 2018 年存货相比 2016 年更低。公司一般将卷烟存货水平维持在三个月销售额，但存货水平在每年的第四季度较高，主要为满足客户在 2 月春节假期前预期增加的卷烟采购量，同时因国家税务总局审批免税卷烟出口计划的过程，供应商通常不会在每年的 1 月或 2

月运送卷烟。除此之外，过去三年公司存货无减值记录。

贸易应收款项指来自客户的应收款项，周转天数受年末波动影响从 2016 年的 47.9 天缩短至 2018 年的 29.4 天。公司主要与财务信誉良好的烟草生产公司及烟草贸易公司开展交易，2016 年-2018 年贸易应收款项周转天数分别为 47.9 天、29.3 天及 29.4 天，该浮动主要是由于烟叶类产品进口业务的年末及季节性波动。分业务来看，公司向客户提供的信用期都处在较短水平，①烟叶类产品进口业务：公司通常向唯一客户中烟国际授予 45 天的信用期；②烟叶类产品出口业务：，一般要求客户在发货前 30 天或通过信用证付款；③卷烟出口业务：公司向一小部分免税市场的零售商客户授予 10 天或 30 天的信用期，但一般要求客户在发货前向公司付款；④新型烟草制品出口业务：公司通常仅向客户提供 10 天的信用期。

表 9：公司周转率情况

	2016	2017	2018
存货周转率	5.23	5.13	6.10
应收账款周转率	7.62	12.46	12.41
总资产周转率	1.45	1.82	3.29

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究，注：①存货周转率的减少主要归因于烟叶类产品进口业务年末波动；②应收款项周转天数的变动是由于烟叶类产品进口业务年末波动导致年末贸易应收款项及各年度收入变动

除此之外，公司管理效率还可参考人均产值（收入）。据招股书披露，截至 2018 年底公司在香港仅有 28 名雇员中，包括高级管理 5 名、业务营运 12 名、人力资源 3 名、证券及投资者关系 1 名、财务 4 名、合规及风险管理 1 名、战略及投资 2 名。以 2018 年营收和净利润计算，这 28 名员工人均创收 2.5 亿港元、实现净利润近千万港元，而员工总成本仅约 2591.4 万元港元。

图 20：截至 2018 年底公司在香港仅有 28 名雇员

截至 2018 年 12 月 31 日，我们在香港有 28 名雇员。我们已与所有雇员订立雇佣协议。十名雇员担任管理职务，该等雇员均由中烟国际派遣。下表载列截至 2018 年 12 月 31 日按职能划分的雇员明细：

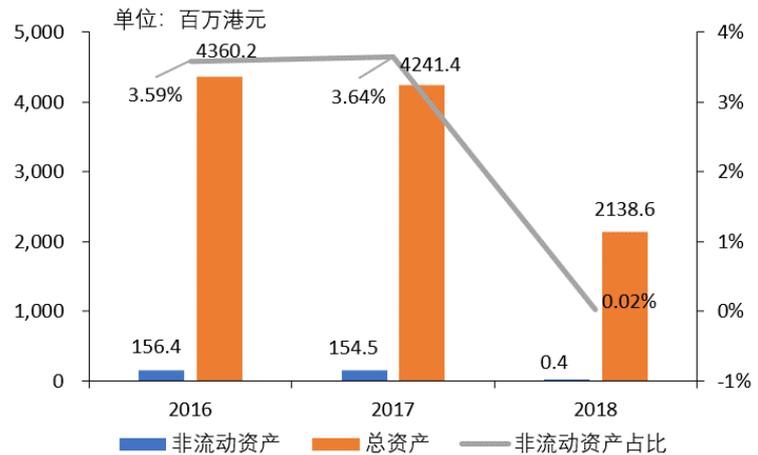
	合計
高級管理	5
業務營運	12
人力資源	3
證券及投資者關係	1
財務	4
合規及風險管理	1
戰略及投資	2
合計	<u>28</u>

数据来源：招股说明书

②管理风险（资产布局、资产质量）

公司资产模式极轻，现金资产在总资产中的占比超过 30%，厂房设备等非流动资产占比仅 0.02%。通常而言，区分一家企业属于重资产还是轻资产，主要看它变现难度的高低，变现难度小的企业经营风险往往更小。招股说明书显示，重组完成后，公司资产规模实现大幅“瘦身”，厂房设备等非流动资产占比仅 0.02%，而现金资产占比超过 30%，因此，公司资产模式极轻，资产结构决定了其经营风险维持在较低水平。

图 21: 公司非流动资产占比极低，变现能力很强



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

公司应收账款账龄均在 90 天之内，坏账风险几乎为零，不存在商誉及长期待摊费用等虚化资产。应收账款的可收回程度和计提的坏账比例，决定了一家企业应收账款的质量，进而影响到这家企业总资产的市场变现能力。招股说明书显示，公司所有应收账款账龄均在 90 天之内，其中 2018 年末逾期应收账款占比达到 82.09%，所以，公司应收账款的风险极低。与此同时，在非流动资产部分，商誉及长期待摊费用等虚化资产的账面价值为零，公司不存在相应资产质量风险。

表 10: 公司应收账款账龄构成

	2016	2017	2018
未逾期占比	96.20%	97.84%	82.09%
逾期 1 至 30 日占比	3.80%	1.28%	11.36%
逾期 31 至 90 日占比	-	0.88%	6.55%
合计	100.0	100.0	100.0

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

4.3. 财务层面: 绝大多数负债来自占用上游的应付账款及票据, 财务风险可控, 资金成本较低

我们在财务层面重点分析两个要素: 财务风险和资金成本。

① 资产负债率分析

公司资产负债率虽然处于较高水平，但绝大多数由贸易应付款、合同负债构成，均是无息负债，总体财务风险很低。通常而言，一家企业财务

风险的衡量主要看负债水平，负债率越高的公司，财务风险越大；反之，则越小。但因为公司绝大多数负债均是贸易及其他应付款项，因此，即使公司 2018 年资产负债率达到 73.17%，我们依然认为公司财务风险很低。同时，公司通常在产品交货及客户付款之后再向供应商付款，因此偿还负债的压力很小。

表 11: 公司资产负债率情况

	2016	2017	2018
资产合计 (百万港元)	4360.25	4241.43	2138.56
负债合计 (百万港元)	2310.59	1931.75	1564.81
其中: 贸易及其他应付款项	2287.13	1889.97	1546.76
资产负债率	52.99%	45.54%	73.17%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

② 资金成本分析

公司没有短期借款和长期借款，负债主要来自占用上游的应付账款及票据，反映出在产业链中具备很强的议价能力。通常而言，一家企业的资金成本取决于权益资金成本和债务资金成本，其在银行及其他金融机构以有偿的方式取得的借款是有息负债，而在日常经营中占用经销商和供应商的货款是无息负债。招股说明书显示，公司 2018 年负债总额达到 23.11 亿港元，其中 21.66 亿港元均是来自对上游的应付账款及票据，公司不需要从银行及其他金融机构借款。

4.4. 业绩层面: 主营业务突出且净利润含金量高, 股东权益报酬率达到 45%, 属于绩优范畴

我们主要从净利润及其构成、净利润含金量、股东权益报酬率等维度进行分析。

① 净利润及其构成

重组及政策变动对公司 2018 年利润造成影响。受到重组影响，中烟集团必须将其曾直接向免税店出售的卷烟出售给公司，从而增加了公司 2018 年卷烟出口业务额收入及销售成本，另一方面，2018 年 1 月 1 日生效的 250 号文规定了有关卷烟的价格下限，令卷烟生产企业售予免税市场的中国卷烟的售价增加，导致公司 2018 年卷烟出口业务的销售成本增加，净利润自 2017 年的 3.48 亿港元减少至 2018 年的 2.62 亿港元。

税前利润几乎全部来自主营业务贡献，表明盈利能力具有较强的可持续性。2016 年-2018 年公司主营业务收入占总收入比重均接近 100%，其他营业收入、投资收益等几乎可以忽略不计，表明主营业务盈利能力突出。

表 12: 公司净利润绝大多数由主营业务贡献

	2016	2017	2018
主营业务收入 (百万港元)	6312.02	7807.02	7032.72
加: 其他营业收入 (百万港元)	1.68	0.08	0.04
减: 营业成本 (百万港元)	5821.51	7312.54	6659.76
减: 营业开支 (百万港元)	81.43	85.88	64.98
加: 利息净收益 (百万港元)	7.22	20.16	17.90
加: 投资净收益 (百万港元)	-0.17	-0.12	-1.19
加: 非经常损益 (百万港元)	0.30	1.90	-
减: 所得税 (百万港元)	78.43	82.93	62.93
减: 少数股东损益 (百万港元)	3.45	3.28	2.28
净利润 (百万港元)	334.56	344.33	259.48

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

② 净利润的含金量

公司 2018 年利润现金保障倍数达到 2.9 倍, 净利润具备较高含金量。如果一家企业的利润没有经营活动净现金支持, 那么, 它的利润就很可能是纸面富贵。比较公司的利润表和现金流量表可以发现, 2018 年公司经营活动所得现金净额为 758 亿港元, 远远超过它的账面净利润 259 亿港元, 表明公司的净利润是有净现金支持的, 管理层较为重视效率管理和净现金管理。

图 22: 公司利润现金保障倍数情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

③ 股东权益报酬率

公司 2018 年股东权益报酬率 (摊薄) 达到 45.23%, 变现优异。Wind 数据显示, 2016 年-2018 年公司股东权益报酬率为 16.33%、15.80%、18.00% (平均), 但由于公司重组完成后股东权益大幅降低, 我们认为, 选取摊薄股东权益收益率比加权平均股东权益收益率更能反映公司实际盈利能力, 因此, 公司 2018 年股东权益报酬率 (摊薄) 为 45.23%。如果

公司能够扩大分红比例（于往绩记录期间，公司并未向股东宣派或派付任何实际股息），降低公司资本结构中的股东权益比重，预计公司股东回报仍有提升空间。

表 13: 公司股东权益报酬率（摊薄）杜邦分析

	2016	2017	2018
股东权益报酬率 ROE（摊薄）	16.33%	15.80%	45.23%
同比增长率	-	-0.52%	186.27%
因素分解:			
销售净利率	5.36%	4.45%	3.72%
净利润/利润总额	81.17%	80.74%	80.62%
利润总额/息税前利润	100%	100%	100%
息税前利润/营业总收入	6.60%	5.51%	4.62%
资产周转率	1.45	1.82	3.29
权益乘数	2.13	1.97	3.73
归母净利润占比	98.98%	99.06%	99.13%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

由于公司商业模式特殊，在国内不存在任何竞争对手，在海外市场亦无法找到可类比标的（尚未出现烟草巨头旗下的已上市国际业务平台），所以无法使用相对估值法（PE、PB）；由于公司上市时间较短，过往历史不存在分红记录，所以亦无法使用股利贴现模型（DDM）。因此，我们采取自由现金流贴现模型（FCFF）和经济增加值模型（EVA）对公司进行估值。

5.1. 自由现金流贴现模型（FCFF）

①公司 2019 年-2021 年主要业务营收增速预测

A. 烟叶类产品进口业务: 根据弗若斯特沙利文报告，从 2016 年开始，国家烟草专卖局开始通过减小烟草种植农场规模及降低采购量，逐步削减烟叶类产品的国内产量。根据弗若斯特沙利文报告，由于国家烟草专卖总局过去几年在处理产品过剩问题方面做出的努力，预计 2019 年-2021 年中国对烟叶类产品的进口需求将以 8.68%、1.80%、1.81% 的速度稳定增长。鉴于中美贸易摩擦存在不确定性，我们进行该业务收入增速预测时暂不考虑两国贸易摩擦的影响。

B. 烟叶类产品出口业务: 中国约 70% 的出口烟叶类产品是烤烟，受益于国家烟草专卖局的产业政策，国家烟草专卖局积极扩大中国烟草制品在国际市场的业务影响力及提高中国烟草制品的全球知名度和美誉度，中国烟叶类产品出口额近年来逐步回升。根据弗若斯特沙利文报告，预计 2019 年-2021 年中国烟叶类产品的全球性需求将以 6.91%、2.51%、2.50% 的速度稳定增长。

C. 卷烟出口业务: 根据弗若斯特沙利文的报告, 卷烟特定区域的免税卷烟出口业务主要受不断增长的中国游客出境游人数的推动, 而出境游客在未来几年预计将保持稳定增长。此外, 卷烟特定区域的免税卷烟出口业务也受益于进口国家或地区采取的诸如禁止电子烟代替传统卷烟的若干监管措施, 使得这些国家或地区对传统卷烟的需求保持稳定, 预计 2019 年-2021 年中国免税卷烟的全球性需求将以 5.60%、5.60%、5.60% 的速度继续增长。

D. 新型烟草出口业务: 全球加热不燃烧新型烟草制品市场在过去五年迅猛增长, 弗若斯特沙利文预计全球销售收入在未来五年的年复合增长率将达到 19.3%。但考虑到公司业务基数较低且各中烟子公司相关产品快速落地, 我们给予 2019 年-2021 年 150%、50% 和 20% 的增速预测。

①公司 2019 年-2021 年主要业务毛利率预测

A. 烟叶类产品进口业务: 2018 年 7 月 17 日, 中国烟草总公司印发 135 号文, 据此, 公司开始就烟叶类产品的销售应用 6% 的加价比例 (唯一特定供货商公司 A 的小部分烟叶类产品收取 3% 的加价比例), 因此, 该业务的毛利率取决于公司 A 产品的销售额占比, 招股说明书披露, 公司该业务基准毛利率约为 5.7%。但 2018 年, 由于若干烟叶类产品相关交易所产生的毛利并未纳入历史财务数据及年末波动, 公司该业务毛利率为 5.09%, 出于审慎原则, 我们预计 2019 年-2021 年该业务保持 5.09% 的毛利率。

B. 烟叶类产品出口业务: 该业务毛利率从 2017 年的 3.57% 下滑至 2018 年的 3.28%, 主要系公司作为代理商并在重组完成日期后仅将合同金额 0.5% 至 1% 的佣金录为与若干第三方进行的若干交易的收入, 由于公司于该等交易中产生销售成本, 其对毛利率作出贡献, 但无法弥补毛利率更低的其他交易对公司毛利率的负面影响。考虑到公司预计未来不会作为代理人与烟草出口业务的该等客户订立交易, 我们预计 2019 年-2021 年该业务保持 3.57% 的毛利率, 与 2017 年持平。

C. 卷烟出口业务: 该业务毛利率从 2017 年的 37.28% 下滑至 2018 年的 7.57%, 主要系 2018 年 1 月 1 日生效的 250 号文规定了有关卷烟的价格下限, 令卷烟生产企业售予免税市场的中国卷烟的售价增加, 导致 2018 年销售成本增加, 而 2017 年未受到 250 号文影响。此外, 公司重组后成为卷烟出口业务的独家营运实体, 中国卷烟供货商须与公司进行交易, 而不得直接向免税店或批发商销售。为促进重组并提高公司产品市场份额, 公司就增量业务中销往免税店及批发商的产品采用相同的定价政策及介乎 1% 至 5% 的相对较低加价比例。另一方面, 公司自营业务的销售于 2018 年回落, 原因在于为应对不同的市场供应状况, 公司对自营业务产品组合进行了调整, 部分品牌减少, 同时并入了新产品。上述因素共同导致 2018 年毛利率下降, 出于审慎考虑, 我们依然预计 2019 年-2021 年该业务保持 7.57% 的毛利率。

D. 新型烟草出口业务: 公司通常采购新型烟草制品的价格按销售价格减去至少 1% 的加价比例, 出于审慎考虑, 我们依然预计 2019 年-2021 年

该业务保持 1.0% 的毛利率。

表 14: 预测利润表 (单位: 百万港元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7032.67	7599.96	7826.17	8051.57
YoY	-9.92%	8.07%	2.98%	2.88%
烟叶类产品进口业务	4338.42	4714.99	4799.86	4886.74
YoY	-20.94%	8.68%	1.80%	1.81%
烟叶类产品出口业务	1179.49	1260.99	1292.64	1324.96
YoY	-37.76%	6.91%	2.51%	2.50%
卷烟出口业务	1497.87	1581.75	1670.33	1763.87
YoY	253.09%	5.60%	5.60%	5.60%
新型烟草制品出口业务	16.89	42.23	63.34	76.01
YoY	-	150.00%	50.00%	20.00%
总毛利润	372.91	405.17	417.54	430.32
总毛利率	5.30%	5.33%	5.34%	5.34%
归属于母公司净利润	259.48	343.65	361.60	380.19
EPS (港元/股)	0.39	0.52	0.54	0.57
市盈率 (倍)	43.93	33.17	31.53	29.99

数据来源: 国泰君安证券研究

②FCFF 模型核心假设

资产贴现率: 根据 Wind 数据, 我们选取行业 Beta=1.190, 无风险收益率 $R_f=3.15\%$, 市场组合平均收益率 $R_m=8.00\%$, 计算得出资产贴现率 = 8.92% 。

加权平均资金成本: 由于公司没有短期借款和长期借款, 负债主要来自占用上游的应付账款及票据, 因此加权平均资金成本仅与资产贴现率和权益比率有关, 计算得出 $WACC=3.14\%$ 。

永续增长率: 通常而言, 永续增长率的选取有四种方法: 历史增长率、可持续增长率、GDP 增长率、净资产报酬率 $\times (1 - \text{股利发放率})$, 出于审慎原则, 我们选取 $g=1.0\%$, 基本符合烟草行业趋势及公司实际特点。

通过 FCFF 模型, 我们计算得出公司每股价值为 21.93 元。

图 23: FCFF 模型核心假设

资产贴现率		加权平均资本成本 WACC		永续增长率
行业 Beta	1.190	债务比率 $D/(E+D)$	0.00%	1%
无风险利率 R_f	3.15%	权益比率 $E/(E+D)$	35.16%	
市场组合平均收益率 R_m	8.00%	债务利率	5.04%	
风险溢价	4.85%	实际税率	19.40%	
资产贴现率	8.92%	WACC	3.14%	

数据来源: 国泰君安证券研究

表 15: FCFF 模型计算结果(单位: 百万港元)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	永续阶段
FCFF	310.59	329.28	337.71	346.29	354.81	362.87	370.04	376.13	380.89	384.03	18149.16
PV (FCFF)	301.14	309.55	307.82	306.04	304.03	301.48	298.09	293.78	288.45	281.98	13326.21

数据来源: 国泰君安证券研究

5.2. 经济增加值模型 (EVA)

经济增加值是指公司运用投入资本所创造的高于资金成本的价值, 它等于投入资本回报率与资金成本之差乘以投入资本, 计算公式为 $EVA=IC \times (ROIC-WACC) = NOPLAT-IC \times WACC$, 其中 NOPLAT 为调整税后净经营利润, IC 为投入资本, WACC 为加权平均资金成本。

参考上文已有参数, 我们依然假设加权平均资金成本 WACC=3.14%、永续增长率 $g=1.0\%$, 根据调整税后净经营利润 NOPLAT 和投入资本 IC 计算每年的经济增加值 EVA, 根据 Gordon 永续增长模型计算终值, 最后贴现之后加总得出企业价值。

通过 EVA 模型, 我们计算得出公司每股价值为 21.51 元。

图 24: EVA 模型核心假设 (单位: 百万港元)

经济附加值EVA											
WACC	3.14%	TV增长率	1.0%	投入资本	573.75	债务	0	少数股东权益	2.28		

数据来源: 国泰君安证券研究

表 16: EVA 模型计算结果(单位: 百万港元)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	永续阶段
EVA	310.19	309.33	308.24	306.97	304.99	302.05	297.63	291.60	283.64	273.46	12923.75
PV (EVA)	300.75	290.80	280.96	271.29	261.34	250.95	239.76	227.75	214.80	200.79	9489.40

数据来源: 国泰君安证券研究

结合以上两种估值方法, 考虑到公司作为中烟旗下唯一的国际业务平台、标的具备高度稀缺性, 未来有望受益于中烟整合海外资源及大力推广新型烟草制品的趋势, 预计 2019-2021 年营业收入分别为 76.00、78.26、80.52 亿港元, 归母净利润 3.44、3.62、3.80 亿港元, 对应 EPS0.52、0.54、0.57 港元。给予目标价 21.51 元, 对应 2019 年 PE 41 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

6. 投资风险

6.1. 对中烟集团依赖的风险

由于国家烟草专卖制度, 公司无法减少对中烟集团的依赖, 与中烟集团存在大量关联交易, 倘国家烟草专卖制度发生变化, 导致其他实体亦可从事公司目前所从事的烟草制品进出口业务, 公司将面临与该等实体竞争的风险。如果关联方运营或财务状况发生任何不利变化, 均可能对公

司的业务、经营业绩及财务状况产生重大不利影响。

6.2. 全球烟草制品需求和消费下降风险

由于近三十年来，国际组织及各个国家加大力度提升人们对消费烟草制品产生的健康问题的意识，公司亦面临着全球控烟运动和消费者对健康问题日益关注导致的全球烟草制品需求和消费下降所带来的风险。

6.3. 收入受季节性波动影响

由于烟叶类产品进出口业务的季节性，特定年度中任何期间的经营业绩及现金流量未必能反映公司全年可能实现的业绩，比较财政年度内不同期间的收入及经营业绩可能具误导性且不应作为公司业绩的唯一指标而加以依赖。

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

本报告仅限中国大陆地区发行，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香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%之间
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 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香港恒生指数指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

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		