

2009 年 06 月 23 日

市场数据(人民币)

市价(元)	11.10
已上市流通A股(百万股)	182.87
总市值(百万元)	7,126.20
年内股价最高最低(元)	12.07/4.78
沪深 300 指数	3083.90
中小板指数	4288.92
2007 年股息率	0.49%


相关报告

- 1 《增持天外绿包,外延扩张继续》, 2009.6.2
- 2 《烟标主业前景值得期待》, 2009.4.13
- 3 《劲嘉股份业绩快报点评》, 2009.2.27
- 4 《业绩随着收购提升》, 2008.10.27

万友林

 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

劲嘉股份 (002191.SZ)

——卷烟消费税的提高对公司影响不大


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.814	0.619	0.524	0.549	0.716	0.898
净利润增长率	5.68%	1.70%	35.41%	57.16%	30.42%	25.42%
先前预期每股收益(元)				0.549	0.716	0.898
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.531	0.633	0.754
市盈率(倍)	N/A	53.65	24.82	20.22	15.50	12.36
行业优化市盈率(倍)	34.80	46.53	25.77	25.77	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	31.55	0.70	0.35	0.51	0.49
已上市流通A股(百万股)	N/A	54.00	121.91	182.87	182.87	182.87
总股本(百万股)	200.00	267.50	428.00	642.00	642.00	642.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件

- 近日财政部和国家税务总局联合下发了《关于调整烟产品消费税政策的通知》(财税[2009]84号),对卷烟产品消费税政策进行了调整。

图表1: 新的烟产品消费税

税 目	税 率	征收环节
烟		
1. 卷烟	56%加 0.003 元/支	生产环节
工业		
(1) 甲类卷烟	(调拨价 70 元 (不含增值税) / 条以上 (含 70 元))	
(2) 乙类卷烟	36%加 0.003 元/支	生产环节
(调拨价 70 元 (不含增值税) / 条以下)		
商业批发	5%	批发环节
2. 雪茄	36%	生产环节
3. 烟丝	30%	生产环节

来源: 国金证券研究所

- 与 2001 年开始执行的原消费税相比，此次调整的变化如下：
 - ◆ 卷烟分类标准调高。原来的消费税规定，每标准条调拨价格在 50 元（不含增值税）以上（含 50 元）的卷烟为甲类卷烟，每标准条调拨价格在 50 元（不含增值税）以下为乙类卷烟。此次调整，财税[2009]84 号规定：调拨价格 70 元/条（含）以上的为甲类卷烟，其余为乙类卷烟。即甲、乙类卷烟分类标准由 50 元调整到 70 元。
 - ◆ 卷烟从价税率调高。财税[2009]84 号规定：甲类卷烟税率调整为 56%，乙类卷烟的消费税税率调整为 36%，雪茄烟的消费税税率调整为 25%，分别比原来执行的 45%、30%、25% 高 11、6、11 个百分点。
 - ◆ 卷烟纳税范围扩大。财税[2009]84 号规定：在卷烟批发环节加征一道从价税，税率 5%。即在中华人民共和国境内从事卷烟批发业务的单位和个人，凡是批发销售的所有牌号规格卷烟的，都要按批发卷烟的销售额（不含增值税）乘以 5% 的税率缴纳批发环节的消费税。
 - ◆ 从量税没有改变依旧每条 150 元。

我们的观点

- 烟草生产企业和流通环节税负增加。按照现在高档香烟的最低标准每条 70 元计算，消费税从原来的 45% 提高到 56%，意味着原来只需缴纳 31.5 元的消费税，目前需缴纳 39.2 元，每条多交了 7.7 元；再加上批发环节征收 3.5 元的从价税，批发价 70 元每条的香烟，一条烟需多交 11.2 元。
- 但是此次的提高消费税率我们认为更大意义是增加税收，控烟的效果可能不明显，其原因在于部分价位卷烟所属类别标准的改变。
 - ◆ 原先的卷烟按照 50 元/条划分，在这个价格以上的为甲类烟，以下为乙类烟，分别对应于不同的消费税标准。此次新的卷烟消费税政策把 50 - 70 元/条的卷烟由甲类调整为乙类。根据新旧卷烟分类和对应的不同消费税率，我们测算执行新的消费税率：70 元/条价格以上的卷烟税负提高 11%，50 元/条以下的提高 6%，而 50 - 70 元/条的卷烟税负下降 9%。

图表2：不同档次的卷烟消费税调整的影响

	50-70元/条的卷烟		50元/条以下的卷烟		70元/条以上的卷烟	
	原标准	新标准	原标准	新标准	原标准	新标准
单价(元/条)	60	60	40	40	100	100
类属	甲类	乙类	乙类	乙类	甲类	甲类
从价税率	45%	36%	30%	36%	45%	56%
从价税负	27	21.6	12	14.4	45	56
从量税负(元/条)	6	6	6	6	6	6
合计消费税负(元)	33	27.6	18	20.4	51	62
合计消费税率	55.00%	46.00%	45.00%	51.00%	51.00%	62.00%

来源：国金证券研究所

- ◆ 新消费税率导致不同档次的卷烟税负变化的较大差别体现了提高消费税率并非以控烟为主要目标。因为高档烟税负增加最大，但是这类卷烟利润最高，同时消费者价格敏感度也最小；50 元/条以下的低档烟税负增加较小，不过这类卷烟利润较低，同时对应的消费者价格敏感度较高，较小的税负增加可能使得此类卷烟的消费有所下降；50 - 70 元/条的卷烟税负竟然是下降的，我们认为一方面这类卷烟消费占比最大，它的税负下降能够保证卷烟行业的销量，同时税负的下降使得盈利提高有利于抢占低档卷烟的市场，有利于调整我国卷烟消费的结构。（按照目前的卷烟消费，30 - 100 元/条的卷烟消费占整体消费的 70% 以上，我们估计其中 50 - 70 元/条的卷烟可能占到整个市场消费的 40% 左右）
- 调高消费税率后的卷烟零售价：实际上这一政策实在 2009 年 5 月 1 号执行的，到目前为止市场上卷烟的零售价并未提高，税负的增加由卷烟生产企业和流通企业内部消化了，同时烟草的专卖政策决定了卷烟的价格变化需要由

国家决定。即使未来税负增加体现到零售价上，通过以上的分析我们认为对卷烟需求影响并不大。

- 我们认为此次税率的提高并不是主要控烟目的，因此对劲嘉股份的影响不大，市场无需过分担心。而提税有利于卷烟结构的调整，目前劲嘉的产品以中高档为主，因此卷烟市场结构的调整或许未来有利于劲嘉市场的增加。
- 我们推荐公司的逻辑不变，下游烟草行业的稳定给公司带来业绩增长的确性，烟草行业整合背景下烟标行业的整合是不可避免的，公司一定会在这轮整合中胜出。由于行业的特性，在其业务熟悉区域并购的可能性会更大，我们期待公司的进一步外延扩张。
- 我们预计公司 2009 - 2011 年的 EPS 分别为 0.549 元、0.716、0.898 元，未来可能发生的外延扩张极有可能带来公司业绩的超预期，维持公司“买入”建议。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	5	11	14
买入	1	5	8	14	19
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.67	1.61	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-11-28	减持	7.26	N/A
2 2008-09-22	买入	6.51	11.09 ~ 11.95
3 2008-10-06	买入	6.02	N/A
4 2008-10-27	买入	5.01	N/A
5 2009-02-27	买入	8.59	N/A
6 2009-04-13	买入	10.92	N/A
7 2009-06-02	买入	11.72	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。