

恒丰纸业 (600356.SH) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

舒亮

联系人
 (8621)60935507
 shuliang@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

烟草“降焦”令将促进高透纸市场加速爆发

事件

媒体报道: 近日国家烟草专卖局发布通知, 自 2013 年 1 月 1 日起生产的焦油量在 11 毫克/支以上的卷烟产品不得在境内市场销售。

评论

- **卷烟“降焦”计划得到严格执行:** 国家烟草专卖局原计划通过四年时间将国内卷烟的焦油含量上限下降 2 毫克/支 (从 2011 年的 12 毫克/支到 2015 年的 10 毫克/支); 目前发布的最新通知要求 2013 年 1 月起禁止销售焦油量超过 11 毫克/支的卷烟, “降焦”计划得到了严格执行; 同时, 我们认为卷烟“降焦”是大势所趋, 监管部门每过 1-2 年降低一次卷烟焦油含量上限是大概率事件。
 - 2010 年全国烟草工作会议上, 国家烟草专卖局提出自 2011 年 1 月 1 日起, 国内生产销售卷烟盒标焦油量不超过 12 毫克/支, 2015 年 1 月 1 日起不超过 10 毫克/支。
- **国内高焦油卷烟降焦压力增大, 高焦油卷烟将加大过滤嘴降焦技术的采用:** 截止 2011 年底全国卷烟平均焦油含量 11.5 毫克/支, 高焦油卷烟市场占比 93%, 多数高焦油卷烟的焦油含量在 11 至 12 毫克/支; 同时, 国内卷烟以烤烟型为主, 烟丝焦油含量较高, 目前政策将促进卷烟企业在高焦油卷烟上加快采用过滤嘴降焦技术。
- **高透纸作为过滤嘴降焦技术的关键材料, “降焦”令将有效促进高透纸需求加速提高:** (1) 监管部门督促生产企业积极开发新品类低焦油卷烟, 鼓励低焦油卷烟市场发展, 2011 年开始的低焦油卷烟销售快速增长将得以持续, 进而拉动高透纸需求快速增长; (2) 高焦油卷烟有望更多采用过滤嘴降焦技术, 高透纸市场渗透率将进一步提升。
 - 2011 年全国低焦油卷烟销量为 330 万大箱, 同比增长 365.7%; 2012 年 1-2 月份, 低焦油卷烟实现销量 112.89 万箱, 同比增长 213.70%。
- **公司产能大幅释放和行业需求爆发同步, 充分享受行业红利:** 在国家政策的驱动下, 高透纸市场需求加速爆发; 公司 2013 年产能将扩张到 1.6 万吨, 同期行业内竞争对手均无扩产计划, 公司独享行业红利。
 - 公司 2011 年高透纸产销量 7000 吨, 2012 年和 2013 年产能分别将扩张至 1 万吨和 1.6 万吨;
 - 公司竞争对手中烟摩迪(江门)高透纸产能 6000 吨, 浙江万邦高透纸产能 1000 吨。

投资建议

- 预测恒丰纸业 2012-2014 年 EPS: 0.555 元, 0.748 元和 0.88 元 (考虑可转债全部转股 EPS: 0.433 元, 0.584 元和 0.686 元)。
- 我们认为应给予公司高于普通纸业公司的估值, 理由如下:
 - 公司产能扩张优势明显, 享受低焦油卷烟市场启动带动高透纸行业利好的确定性高。
 - 与其他造纸公司的强周期特性不同, 公司下游为销售和盈利都十分稳定、能穿越周期的烟草行业, 且国际纸浆供需在 2011 年开始进入供略过于求的周期, 未来 2 年纸浆价格平稳, 上升概率很低; 这些因素使得未来 2 年恒丰纸业经营的周期性小。
- 我们给予公司 10.50-10.82 元目标价, 对应 19x12PE 和 14x13PE (摊薄后 25x12PE 和 18x13PE), 建议买入。

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-23	买入	7.36	10.50 ~ 10.82
2 2012-04-25	买入	7.31	N/A

来源：国金证券研究所


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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979
传真: 010-6621 5599-8803
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015
传真: 0755-33516020
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518026
地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B