

恒丰纸业 (600356.SH)**造纸行业**

评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：7.64元
 目标（人民币）：10.50-10.82元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	231.60
总市值(百万元)	1,769.42
年内股价最高最低(元)	9.15/5.81
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.422	0.381	0.433	0.584	0.686
每股净资产(元)	5.95	5.26	6.05	6.24	6.92
每股经营性现金流(元)	0.89	0.29	1.42	1.12	1.03
市盈率(倍)	18.12	20.06	17.64	13.09	11.14
行业优化市盈率(倍)	21.78	20.88	20.88	20.88	20.88
净利润增长率(%)	-22.44%	8.39%	45.77%	34.78%	17.56%
净资产收益率(%)	7.09%	7.24%	7.16%	9.36%	9.91%
总股本(百万股)	193.00	231.60	297.01	297.01	297.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 国内低焦油卷烟开始爆发式增长：2011 年全国卷烟总销量 4831 万大箱，低焦油卷烟销售 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%；
- “控烟”与财政依赖两难之下，政府推动卷烟“降焦”是必然选择：国际国内“控烟”运动呼声高涨，2011 年烟草行业上缴国家财政 6001.18 亿元，占比全国财政总收入 5.78%；国家烟草局规定 2011 年卷烟焦油量不超过 12 毫克/支，2015 年不超过 10 毫克/支；
- 高透纸是“降焦”不可或缺的技术手段，国内产能紧缺：卷烟降焦主要使用高透气性滤嘴，高透纸是生产高透气性滤嘴的核心材料；目前掌握高端高透纸生产技术的企业仅有恒丰纸业和中烟摩迪；
- 恒丰纸业独享盛宴：公司 2011 年高透纸产销量 7000 吨，占据国内 80% 市场份额，2012 年和 2013 年产能分别将扩张到 1 万吨和 1.6 万吨；同期竞争对手并无大型产能扩张，同时公司凭借技术和产品稳定性的领先优势将充分享受行业利好。

盈利预测、估值和投资建议

- 预测恒丰纸业 2012-2014 年摊薄 EPS (考虑可转债全部转股) 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。
- 基于上述理由，剔除估值异常的民丰特纸，给予公司 22x12PE 和 18x13PE，目标价 10.50-10.82 元，建议买入。

风险

- 纸浆价格大幅波动；竞争对手产品研发速度超预期，行业竞争加剧。

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

万友林

分析师 SAC 执业编号：S1130511030016
 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

内容目录

卷烟“低焦化”潮流：从国外到国内	4
什么是低焦油卷烟	4
“低焦化”潮流席卷全球	4
国内低焦油卷烟开始爆发式增长	5
“低焦化”符合政府与卷烟企业利益	6
政府：“控烟”与财政依赖两难之下，“降焦”是必然选择	6
企业：控烟与进口烟竞争下的必然选择	8
卷烟“低焦化”带动高透纸市场启动	8
什么是“高透纸”	8
高透纸是“降焦”不可或缺的技术手段	9
高透纸市场需求爆发、产能紧缺	10
恒丰纸业独享行业蛋糕	12
公司是国内烟草用纸第一品牌，竞争优势明显	12
传统卷烟纸市场供需结构稳定，纸浆价格下降带来利润率提升	13
产品线延伸打开长期增长空间	13
盈利预测、估值和投资建议	14
风险提示	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：各类低焦油卷烟	4
图表 2：全国低焦油卷烟销量及同比增速	5
图表 3：低焦油卷烟销量在卷烟总销量中的比例	5
图表 4：2011 年低焦油卷烟销售前十五大品牌，万大箱	5
图表 5：2012 年 1-2 月低焦油卷烟国内销售主要品牌	6
图表 6：全国卷烟产量，万箱	7
图表 7：全国卷烟销量，万箱	7
图表 8：烟草行业利税总额保持较快增长	7
图表 9：烟草行业利税是国家财政的稳定来源	7
图表 10：卷烟用纸分类及作用	9
图表 11：香烟结构分解图	9
图表 12：高透纸国内市场容量估算，吨	10
图表 13：全国低焦油卷烟销量预测，万大箱	11
图表 14：高透纸亚洲（除中国）市场容量估算，吨	11
图表 15：菲莫国际市场分布情况	11

图表 16: 英美烟草市场分布情况	11
图表 17: 进口针叶浆价格, 元/吨	13
图表 18: 进口阔叶浆价格, 元/吨	13
图表 19: 估值表.....	15

卷烟“低焦油”潮流：从国外到国内

什么是低焦油卷烟

- 卷烟的焦油是指：卷烟烟气粒相物中除水分和烟碱以外所剩下的部分。
- 目前一般认为卷烟烟气的有害成分主要集中在焦油中，由于焦油成分的复杂性，不可能一一将各种有害成分都分离出来，因此世界各国通常把卷烟烟气中的焦油量作为衡量卷烟危害性的指标。
- 目前普遍将焦油含量低于 10 毫克/支的卷烟称为低焦油卷烟，未来随着技术进步以及控烟运动的继续，低焦油卷烟的焦油含量标准将进一步下移。
 - ◆ 在 20 世纪 70 年代，全球卷烟焦油量普遍在 20 毫克/支以上时，当 1976 年世界第一支焦油量低于 15 毫克/支的卷烟诞生后，焦油量低于 15 毫克/支的卷烟被统称为低焦油卷烟；
 - ◆ 此后，随着卷烟降焦技术的不断进步，卷烟焦油量进一步降低，12 毫克/支、10 毫克/支的卷烟不断增多，在 20 世纪 90 年代初，将焦油量低于 12 毫克/支的卷烟称为低焦油卷烟；进入 21 世纪，随着世界控烟浪潮的兴起以及人们对健康的日益关注，卷烟焦油量不断降低，将焦油量低于 10 毫克/支的卷烟称为低焦油卷烟。

图表1：各类低焦油卷烟



来源：网络资料，国金证券研究所

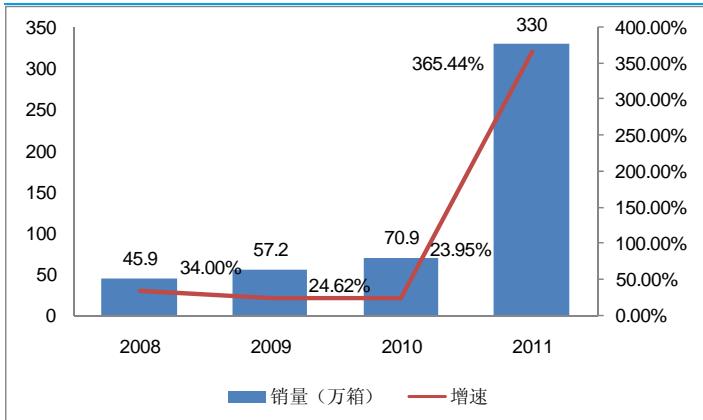
“低焦化”潮流席卷全球

- 国外发达国家对降低卷烟焦油量的工作开展要比国内普遍早 10-20 年，低焦油卷烟已成为发达国家消费的主流。
 - ◆ 美国早在 1980 年时卷烟平均焦油量就达到 14 mg/支，1990 年下降为 12.5 mg/支，目前已在 12 mg/支以下；
 - ◆ 欧盟目前在市场销售的卷烟焦油量均在 10 mg/支以下；
 - ◆ 在东欧、中东以及非洲等发展中国家和地区，6 mg/支以下的低焦油和超低焦油卷烟市场份额由 2004 年的 19% 上升为 2009 年的 27%；
 - ◆ 拉美地区近年来 6 mg/支以下的低焦油和超低焦油卷烟市场份额也一直保持在较高的 18% 左右；
 - ◆ 日本 2010 年平均焦油量只有 6.6 mg/支；
 - ◆ 韩国在 2010 年平均焦油量已经降到 4.1 mg/支；
 - ◆ 中国香港地区 2010 年卷烟平均焦油量为 8.7 mg/支，盒标焦油量 8 mg/支及以下的卷烟销量占比近 7 成，产品个数占比超过 6 成。

国内低焦油卷烟开始爆发式增长

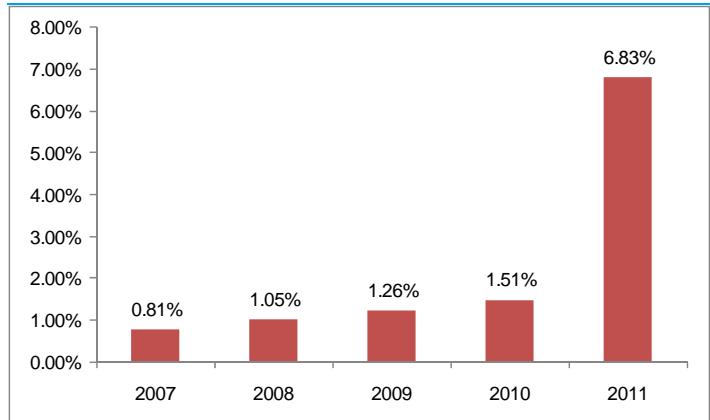
- 2008~2011年，全国低焦油卷烟销量以年均93.0%的速度增长，远高于同期全国卷烟销量年均3.3%的增长速度。
 - ◆ 2011年，全国低焦油卷烟销量330万大箱，同比增长365.7%；
 - ◆ 2011年，全国卷烟总销量4831万大箱，低焦油卷烟占比6.83%。
- 低焦油卷烟规格从2010年的105个上升至2011年的222个，增长111%；其中卷烟行业28个重点品牌中有24个品牌拥有低焦油规格，有6个品牌开发了低焦油新品，低焦油规格从59个增至162个，同比增长180%。

图表2：全国低焦油卷烟销量及同比增速



来源：中国烟草市场，国金证券研究所

图表3：低焦油卷烟销量在卷烟总销量中的比例



图表4：2011年低焦油卷烟销售前十五大品牌，万大箱

	本期销售	同期销售	同比增量	同比增幅
全国总计	330.02	70.86	259.16	365.74%
长白山	65.01	3.29	61.72	1875.99%
黄鹤楼	41.81	0.9	40.91	4545.56%
兰州	33.9		33.9	
红金龙	33.78		33.78	
中南海	28.53	21.67	6.86	31.66%
红双喜	24.43	14.41	10.02	69.54%
七匹狼	20.66	7.17	13.49	188.15%
红塔山	19.41	1.05	18.36	1748.57%
泰山	10.45	3.79	6.66	175.73%
娇子	8.75	7.87	0.88	11.18%
双喜	7.19	0.42	6.77	1611.90%
南京	6.67		6.67	
利群	5	0.45	4.55	1011.11%
黄山	4.03		4.03	
钻石	3.09	0.2	2.89	1445.00%

来源：中国烟草，国金证券研究所

- 2011 年全国卷烟实测平均焦油量为 11.5 毫克/支，一氧化碳量为 12.5 毫克/支，同比均下降 0.4 毫克/支。
- **2012 年 1-2 月份，低焦油卷烟实现产量 117.9 万箱，同比增长 254.24%；实现销量 112.89 万箱，同比增长 213.70%。**

图表5：2012年1-2月低焦油卷烟国内销售主要品牌

	销量前十大品牌	销量增量前十大品牌
1	黄鹤楼	黄鹤楼
2	长白山	兰州
3	兰州	长白山
4	红塔山	红塔山
5	红金龙	红金龙
6	双喜、红双喜	双喜、红双喜
7	七匹狼	七匹狼
8	中南海	南京
9	泰山	泰山
10	南京	黄山

来源：公开资料，国金证券研究所

- 我们认为，近几年出现的低焦油香烟爆发式增长，源于国家烟草专卖局通过降低焦油含量来实现控烟的政策努力。
 - ◆ 2010 年全国烟草工作会议上，国家烟草专卖局提出：
 - 1) 自 2011 年 1 月 1 日起，国内生产卷烟标焦油量不超过 12 毫克/支，2015 年 1 月 1 日起不超过 10 毫克/支；
 - 2) 卷烟危害性指数到 2012 年降至 9.5 以下，2015 年降至 9.0 以下；
 - 3) 重点骨干品牌要有 3 个以上规格焦油量在 6 毫克/支以下，同时储备一批焦油量在 3 毫克/支以下产品。
 - ◆ 2011 年 11 月，国家烟草专卖局印发《关于进一步加强低焦油卷烟研发工作有关要求的通知》，要求各卷烟工业企业进一步加强低焦油卷烟研发，不断提升低焦油卷烟研发水平，促进低焦油卷烟平稳发展。
 - 1) 《通知》要求，工业企业要进一步优化产品结构，逐步形成“低焦高档”；在产卷烟产品实施降焦时，重点关注卷烟风格特征与原规格保持一致，切实向消费者传递“低焦高质”的理念；要进一步加强技术创新，逐步形成“低焦高水平”。
 - 2) 《通知》强调，要进一步强化市场导向，逐步提升行业整体降焦水平；各工业企业要坚持以市场需求为导向，合理制定低焦油卷烟发展规划，以 8mg 卷烟为市场基础，优先培育 8mg 卷烟产品，逐步提高 8mg 卷烟产品规模比重和市场占有率。

“低焦化”符合政府与卷烟企业利益

政府：“控烟”与财政依赖两难之下，“降焦”是必然选择

- 2003 年 11 月 10 日，中国政府签署《烟草控制框架公约》，成为第 77 个签署该公约的国家；《烟草控制框架公约》的签署及其生效，使中国具有法定义务减少香烟对社会公众的危害程度。
- 但在巨大的财政利益之下，我国的控烟工作一直进展缓慢，卷烟产销量逐年增长。
 - ◆ 按照《烟草控制框架公约》的要求，我国应于 2011 年 1 月 9 日实现所有室内工作场所和公共场所、公共交通工具 100% 禁烟，全面禁止烟草广告、促销和赞助等现象。

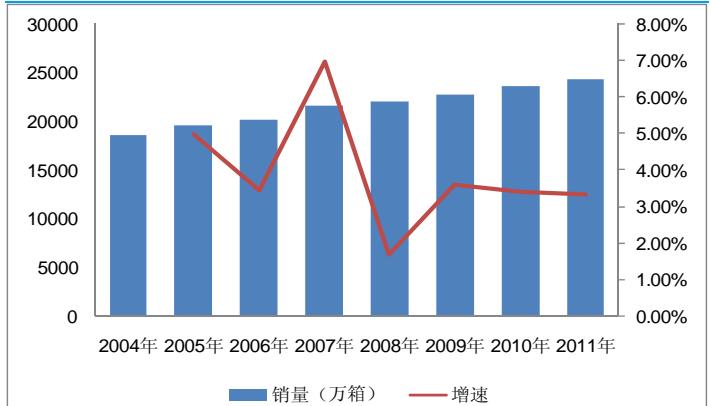
- ◆ 实际上，我国目前尚未建立公共场所禁止吸烟的法律，而且控烟立法还没有被列入全国人大和国务院的立法日程；卫生部于 2010 年 5 月 10 日仅要求卫生行政部门和医疗系统 2011 年率先实现 100% 无烟。

图表6：全国卷烟产量，万箱



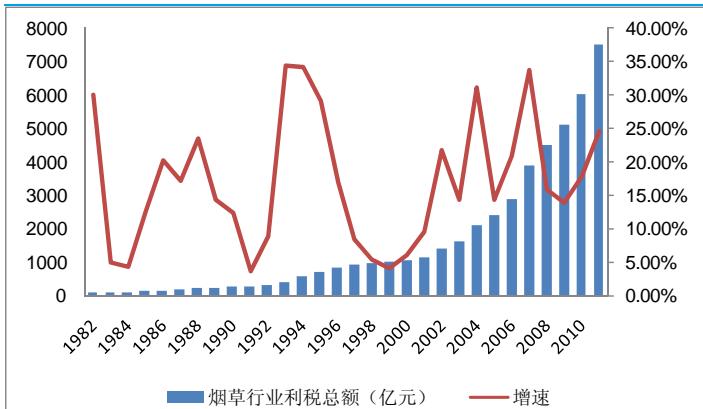
来源：wind，国金证券研究所

图表7：全国卷烟销量，万箱



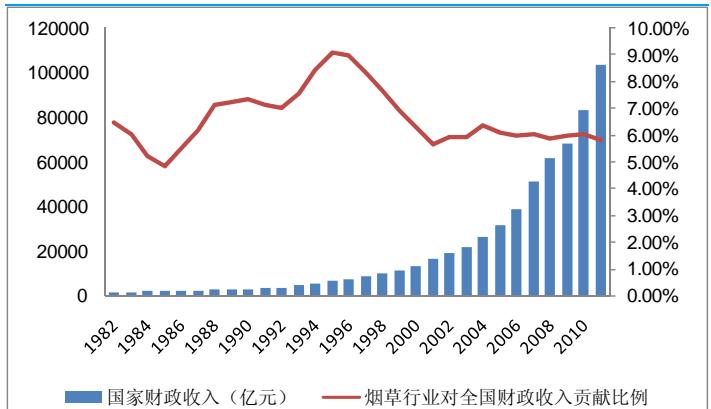
- 我国烟草行业是国家垄断行业，烟草行业丰厚的利润 80% 上缴国家财政，国家财政是烟草行业丰厚利润的主要受益方。
 - ◆ 2010 年和 2011 年烟草行业上缴国家财政收入分别占烟草行业总利税 82.5%，79.7%。
- 烟草行业对国家财政的贡献分为国有资本收益和税收，近十年来烟草行业上缴国家财政占全国财政收入稳定在 6% 左右，是国家财政收入的主要来源之一。
 - ◆ 2011 年烟草行业共实现工商税利 7529.56 亿元，同比增长 22.5%；上缴国家财政（含国有资本收益）6001.18 亿元，同比增长 22.8%，占比全国财政总收入 5.78%。

图表8：烟草行业利税总额保持较快增长



来源：公开资料，wind，国金证券研究所

图表9：烟草行业利税是国家财政的稳定来源



- 行业监管部门明确表态：烟草行业关乎国家利益。
 - ◆ 《烟草专卖法》指出：为实行烟草专卖管理，有计划地组织烟草专卖品的生产和经营，提高烟草产品质量，维护消费者利益，保证国家财政收入，制定本法；
 - ◆ 2002 年以来，国家局姜成康局长先后多次在不同场合阐明和倡导烟草行业的共同价值观，即国家利益至上、消费者利益至上；
- 我们判断：在“国家利益至上、消费者利益至上”的核心指导思想之下，推行“低焦化”卷烟是行业监管部门的必然选择。

- ◆ 低焦卷烟单价高于相同品牌同等档次高焦卷烟，有利于提升卷烟产品平均价格；因此，推广低焦卷烟有利于提高行业产值和利润。
- ◆ 虽然关于低焦卷烟的危害性一直存在争议，但是低焦油的危害小于高焦油已经是客观事实；
- ◆ 同时，卷烟“低焦化”符合卷烟行业的全球发展趋势。

企业：控烟与进口烟竞争下的必然选择

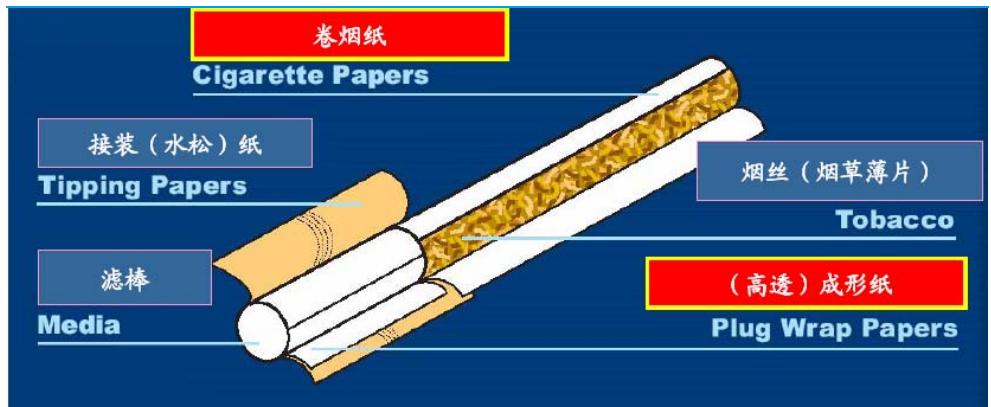
- 中国烟草市场占比全球三分之一，未来除国内市场保持稳定增长外，全球烟草市场进入衰退期，菲莫国际，英美烟草等国际烟草龙头正在努力进入中国市场，将对国内企业形成巨大威胁。
 - ◆ 2011 年，除中国以外的世界卷烟销量约为 3.55 万亿支（7100 万大箱），同比下降 2% 左右。
 - ◆ 美国、日本、欧盟等发达国家的卷烟市场，在过去 15 年中，平均每年以 2-3% 的速度在下降。
- 低焦油混合型是卷烟产品发展的世界性潮流，而焦油含量较高和烤烟型卷烟所占比重过大恰恰是中国烟草在参与国际竞争过程中的一个巨大障碍。
 - ◆ 在外烟大量涌入之后，由于选择范围的增加和消费偏好的变化，部分新烟民极有可能成为混合型卷烟的忠实顾客。
- 控烟呼声日益高涨，在行业监管部门的敦促下，卷烟企业积极开发低焦油产品。
- 卷烟企业通过开发低焦油卷烟来提升产品质量与企业竞争力，同时推广低焦卷烟有助于提升卷烟平均价格，推进卷烟销售市场进一步扩大。
 - ◆ 2011 年，全国重点品牌低焦油卷烟平均单箱批发价 2.40 万元，比 2010 年增加 0.27 万元，提高 12.7%，明显高于全国卷烟 2.09 万元的平均单箱批发价。

卷烟“低焦化”带动高透纸市场启动

什么是“高透纸”

- 高透气度滤嘴棒成型纸简称“高透纸”，是制作高透气度烟用滤嘴的核心材料。
 - ◆ 高透气度滤嘴是：采用高透气度滤嘴棒成型纸包裹丝束制成的滤嘴棒，再使用打孔接装纸接装到卷烟上形成高透气度滤嘴。
 - ◆ 高透气度滤嘴“降焦”原理：在抽吸的过程中，空气通过接装纸的“孔”进入滤嘴，稀释主流烟气，降低烟气浓度，同时也使烟气中粒相物凝结在丝束上，从而达到降低焦油的目的。
 - ◆ 高透气度滤嘴棒成型纸的关键技术：需要较高的纵向、横向抗张强度（纵向 1.5KN/M 以上）、有极高的透气度(5000~30000CU)、良好的匀度和粘接性能。

图表10：香烟结构分解图



来源：公开资料，国金证券研究所

图表11：卷烟用纸分类及作用

烟用纸分类	作用
卷烟纸	卷烟主体部分用纸，包裹烟丝；要求无毒、无异味，具有一定透气度和抗张强度，制成卷烟后不得有露底现象，能持续阴烧，卷烟燃吸时不熄灭，灰色白，能紧密包灰
滤嘴棒成型纸	用于制作滤嘴棒，包裹滤嘴棒芯材料成型；要有较高的纵向、横向抗张强度、卷制滤嘴棒圆周率好、上机性能优良、极高的透气度、良好的匀度和粘接性能
瓦楞滤嘴棒纸	用于生产瓦楞滤嘴棒（滤嘴棒芯材料），适用于低焦油含量的卷烟，与高透气度滤嘴棒纸配套使用，降焦效果显著
水松纸	用作滤嘴棒外包装材料，表面印有花纹；要求符合食品卫生标准，有防水性，激光打孔水松纸是未来发展方向
铝箔衬纸	是卷烟内包装用纸，要求防潮性、气密性、保香性、遮光性及耐污染
商标纸	用于小包的外层包装
玻璃纸	在小包烟和条盒的最外层增加的透明纸包装，以增加防潮，保温和保质性能

来源：公开资料，国金证券研究所

高透纸是“降焦”不可或缺的技术手段

- 目前低焦油卷烟的减害降焦手段主要有物理手段和生化手段。
 - ◆ 物理手段：使用高透气度滤嘴，严格控制滤嘴的吸阻，调整烟丝结构中的梗丝、膨胀烟丝和烟草薄片的比例。
 - ◆ 生化手段：使用天然植物添加剂，使用低焦油烟叶（须改变卷烟配方）。
 - ◆ 结合了物理手段和生化手段的减害降焦手段成为今后发展的一个趋势。
- 低焦油卷烟普遍采用高透气度滤嘴的原因：
 - ◆ 高透气度滤嘴是在不改变卷烟吸味情况下，最有效的降焦手段；
 - ◆ 由于卷烟的品牌忠诚度源于多数吸烟者都会习惯于某种特定品牌卷烟的吸味，而生化手段和膨胀烟丝对卷烟吸味的改变较大，因此卷烟企业都不愿意承担客户流失的风险而去大规模采用生化降焦手段，改变卷烟配方；

- ◆ 国内生产烤烟型卷烟为主，烤烟型卷烟烟丝焦油含量较高；高透气度滤嘴便于和其他“降焦”技术配合使用，增强降焦效果。
- 从 2011 年开始低焦油卷烟市场开始井喷，同时卷烟企业在部分普通卷烟产品上也开始使用高透气度滤嘴，高透纸作为生产高透气度滤嘴必不可少的关键材料在 2011 年迎来了需求快速增长。
- ◆ 监管部门规定 2011 年开始禁止销售焦油含量超过 12 毫克的卷烟，部分焦油含量 12 至 15 毫克的卷烟采用高透气度滤嘴，在不改变吸味的情况下降焦油含量降到了 12 毫克。

高透纸市场需求爆发、产能紧缺

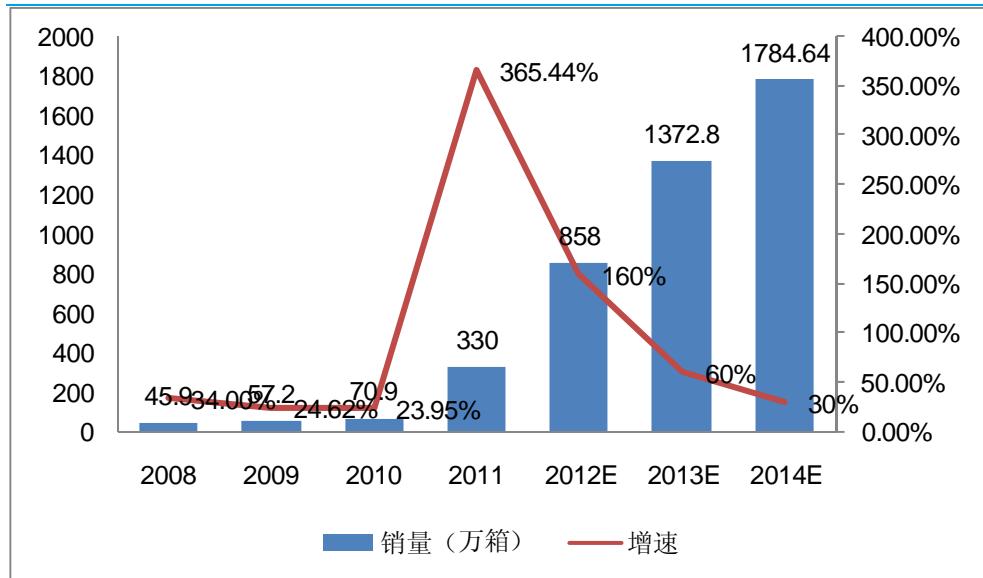
- 到 2014 年，国内及亚洲（除中国地区）高透气度滤嘴棒成型纸的需求量在 4 万吨左右。
 - ◆ 2011 年国内低焦油卷烟品牌销量 330 万箱，2012 年 1-2 月销量 112.89 万箱，同比增长 213.7%；我们预计到 2014 年高透气度滤嘴棒成型纸的需求量在 2.63 万吨左右。
 - ◆ 国外卷烟市场已经进入成熟期，我们估算亚洲（除中国）地区高透气度滤嘴棒成型纸的年需求量在 1.32 万吨左右。
 - ◆ 出于运输成本以及排除独家供应商风险的考虑，莫菲国际等国际烟草集团逐渐倾向于在亚洲市场寻求当地的高透气度滤嘴棒成型纸供应商，因此恒丰纸业等技术成熟的国内高透纸生产企业未来将有机会出口抢占亚洲市场。

图表12：高透纸国内市场容量估算，吨

烟嘴长度，毫米	27.00	恒丰2011年产量，吨	7000	全国卷烟产量，万箱	4831.4
烟嘴周长，毫米	26.50	市场占有率	80%	预计2014年低焦油烟产量，万箱	1784.64
每平方米纸总量，克	26	2011年高透纸需求量，吨	8750	预计低焦油卷烟市场占比	36.94%
每平米纸产滤嘴量.个	1398	使用高透纸卷烟，万箱	846.64	预计非低焦油卷烟产量，万箱	3046.76
每大箱卷烟数，支	50000	低焦油卷烟，万箱	330.2	预计14年高透纸在普通卷烟中渗透率	25%
生产损耗率	10%	使用高透纸的普通卷烟，万箱	516.44	预计合计使用高透纸卷烟，万箱	2546.33
每万大箱耗纸，吨	10.34	高透纸在普通卷烟中渗透率	11.47%	预计2014年高透纸需求量，吨	26316

来源：公开资料，国金证券研究所

图表13：全国低焦油卷烟销量预测，万大箱



来源：公开资料，国金证券研究所

图表14：高透纸亚洲（除中国）市场容量估算，吨

厂家	2011产量, 万箱	全市场份额	亚洲市场占比	亚洲销量, 万箱
菲莫国际	1831	25.8%	34.2%	626
英美烟草	1410	19.9%	27.1%	382
日本烟草	1068	15.0%	25.0%	267
合计	4309	60.7%	29.6%	1275
全球（除中国）	7100	假设亚洲销售占30%		2130
		保守估计高透纸渗透率		60%
		使用高透纸卷烟亚洲销量（除中国）		1278
		亚洲高透纸需求量（除中国），吨		13208

来源：公开资料，国金证券研究所

图表15：菲莫国际市场分布情况

国家或地区	卷烟销量 (亿支)			占比公司销量		
	2010	2011	增长率	2010	2011	增长
欧盟	2229	2115	-5.1%	24.8%	23.1%	-1.7%
东欧、中东和非洲	2893	2903	0.3%	32.2%	31.7%	-0.5%
亚洲	2823	3133	11.0%	31.4%	34.2%	2.8%
拉美和加拿大	1053	1002	-4.8%	11.7%	10.9%	-0.8%
合计	8999	9153	1.7%	100.0%	100.0%	-
2011年在部分国家和地区的市场占有率	捷克	44.3%	波兰	35.3%	乌克兰	32.5%
	法国	40.5%	西班牙	30.8%	印尼	31.2%
	德国	35.9%	俄罗斯	25.8%	日本	30.7%
	意大利	53.1%	土耳其	44.8%	韩国	19.8%
	菲律宾	94.0%	阿根廷	74.4%	加拿大	34.1%

来源：中国烟草市场，国金证券研究所

图表16：英美烟草市场分布情况

国家或地区	卷烟销量 (亿支)			占比公司销量		
	2010	2011	增长率	2010	2011	增长
亚太	1880	1910	1.6%	26.6%	27.1%	0.5%
美洲	1490	1430	-4.0%	21.0%	20.3%	-0.7%
西欧	1360	1350	-0.7%	19.2%	19.1%	-0.1%
东欧、中东和非洲	2350	2360	0.4%	33.2%	33.5%	0.3%
合计	7080	7050	-0.4%	100.0%	100.0%	-
2011年在部分国家和地区的市场占有率	智利	93.2%	加拿大	50.4%	俄罗斯	20.7%
	南非	86.0%	澳大利亚	45.5%	德国	19.3%
	丹麦	81.3%	比利时	32.8%	法国	15.8%
	巴西	73.7%	波兰	28.6%	韩国	15.4%
	新西兰	70.9%	越南	27.8%	日本	12.9%
	马来西亚	61.1%	意大利	23.4%	英国	7.5%

- 目前国内具备高透气度滤嘴棒成型纸生产能力的企业共三家：恒丰纸业，中烟摩迪，浙江万邦；预计到 2014 年合计产能在 2.3 吨左右，明显低于 4 万吨的潜在需求。
 - ◆ 2011 年高透纸市场爆发式增长，市场供不应求，公司原有高透气度滤嘴棒成型纸产能 5600 吨，后通过对普通成型纸生产线技术改造，扩张产能至 7000 吨。
 - ◆ 预计公司 2011 年至 2013 年高透气度滤嘴棒成型纸的有效产能分别为：7000 吨，10000 吨，16000 吨；具备生产 2000-34000CU 各档次高透气度滤嘴棒成型纸的能力。
 - ◆ 中烟摩迪(江门)高透纸产能 6000 吨，近期无扩产计划，产能仍未完全利用，具备生产 2000-34000CU 各档次高透气度滤嘴棒成型纸的能力。
 - ◆ 浙江万邦高透纸产能 1000 吨，近期无扩产计划，具备生产 2000-6000CU 高透气度滤嘴棒成型纸的能力。
- 高透气度滤嘴棒成型纸的国际生产商为法国施伟策摩迪，主要生产基地位于美国，法国和巴西，在亚洲的生产地即为与中国烟草合资的中烟摩迪（江门）纸业（施伟策摩迪股权占比 50%）。

恒丰纸业独享行业蛋糕

公司是国内烟草用纸第一品牌，竞争优势明显

- 恒丰纸业主要生产卷烟纸、滤嘴棒纸、铝箔衬纸和其它特种工业用纸，是中国最大的卷烟配套用纸生产基地，目前市场占有率达到 31.25%，居业内之首。
 - ◆ 公司卷烟配套系列用纸的综合市场占有一直保持全国第一；2011 年，公司卷烟配套系列用纸产品市场综合占有率为 31.25%，其中卷烟纸市场占有率为 24.88%，滤棒纸市场占有率为 43.44%，烟用铝箔衬纸市场占有率为 35.19%，烟用接装纸原纸市场占有率为 23.66%。
- 公司可以生产 3,000-34,000CU 各档次的高透气度滤嘴棒纸，目前具备同等技术的公司仅有法国摩迪，同时产品稳定性已经超越国际厂商。
 - ◆ 目前焦油含量 8 毫克以下的低焦油卷烟需要使用透气度 6000CU 以上的高透纸，目前只有公司和中烟摩迪（法国摩迪子公司）具备生产能力。
 - ◆ 2002 年，公司与中国制浆造纸研究院共同研发了高透气度滤嘴棒成型纸生产技术，并取得了专利（专利号 ZL 02 2 35268.6），成为国内第一家拥有该项技术的厂商。
 - ◆ 2011 年公司与鹏生钙品公司共同研究，研制成功的造纸专用液体碳酸钙，使公司卷烟纸透气度的稳定性得到了大大的提高，变异系数得到了显著降低；改善了高透气度滤棒成形纸的性能，产品性能指标超过了国外著名品牌。

技术优势

- 公司到 2012 年底将拥有高透气度滤嘴棒成型纸产能 16000 吨，产能全国最大。
 - ◆ 预计公司 2011 年至 2013 年高透气度滤嘴棒成型纸的有效产能分别为：7000 吨，10000 万，16000 万。
 - ◆ 同期国内竞争对手产能合计仅 7000 吨。

产能优势

- 公司作为国内最大烟用纸生产企业与国内各大烟厂保持稳定合作关系。

客户优势

- ◆ 由于国内烟草行业为国家垄断行业，烟草辅料供应商需要经过国家审批方可进入供应商目录，参与产品招标。

- ◆ 国内烟草企业为了保证卷烟产品的质量稳定安全，不会轻易更换原料供应商，同时倾向选取具有产能优势的大型供应商长期供货。
- 2010 年公司成为国际知名烟草厂商菲利普·莫里斯公司的供应商，并开始在亚洲市场供货；同时，公司正在与英美烟草等其他国际大型烟草商洽谈合作。
- ◆ 2008 年 12 月，菲莫国际烟草公司认证专家组通过对公司 11 个要素的审核、评价，确定恒丰纸业达到了菲莫国际公司的质量系统审查要求，顺利通过了认证。
- ◆ 2011 年，公司出口量实现营业收入 5866 万元；公司目前出口较少的原因是产能不足，随着未来产能释放公司出口量将进一步增长。

传统卷烟纸市场供需结构稳定，纸浆价格下降带来利润率提升

- 国内传统卷烟纸市场供需结构稳定，卷烟生产企业与各自主要供货商均形成战略合作关系，大型烟纸生产商的市场占有率已经稳定。
- ◆ 我国卷烟纸需求量 11 万吨左右，年均增速 3% 左右，与卷烟消费增速基本保持同步；
- ◆ 前五大卷烟纸生产商合计占市场份额 90% 以上，公司当前卷烟纸产能 3 万吨，业内第一；其次是民丰特纸，产能约 2 万吨，其余规模较大企业还包括景丰、华丰等。
- 纸浆成本平均占比公司总成本的 40%，纸浆价格大幅回落，公司毛利率将明显回升。
- ◆ 进口针叶浆 2011 年均价 6400 元/吨，2012 年 4 月均价 5100 元/吨，下降 20%。
- ◆ 进口阔叶浆 2011 年均价 5212 元/吨，2012 年 4 月均价 4650 元/吨，下降 10.8%。
- ◆ 目前宏观经济处于下降通道，纸浆下游需求疲弱，我们认为未来纸浆价格低位徘徊是大概率事件。

图表17：进口针叶浆价格，元/吨



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表18：进口阔叶浆价格，元/吨



产品线延伸打开长期增长空间

- 公司积极拓展新业务领域，投资 1.7 万吨圣经纸项目已经完成 40%，预计 2013 年下半年可以投产。
- ◆ 根据不完全统计，国内已有近十家圣经生产企业，年需求圣经纸约 4.5 万吨，且每年增幅在 10% 以上；国外圣经纸年需求量超过 10 万吨；

- ◆ 目前国内圣经纸产品存在质量偏低，稳定性不足等问题，高端圣经纸主要依赖进口；
- ◆ 公司圣经纸项目投产后将通过进口替代获得市场。
- 公司在圣经纸领域技术成熟，产品已获下游认可。
 - ◆ 圣经纸属于薄型印刷纸，要求具有较高的不透明性、平整性、适印性，装订后不翘曲，在较潮湿环境下不收缩变形等性能，这与公司生产的高档水松原纸（28~35）g/m²生产工艺及关键诀窍基本接近；公司在高档水松原纸的基础上进一步开发了圣经纸；
 - ◆ 2011年公司已销售三批圣经纸，共93吨，与国内最大的圣经生产企业之一南京爱德印刷有限公司形成合作。

盈利预测、估值和投资建议

- 盈利预测假设敬请参阅下文，根据模型计算结果，我们预测恒丰纸业2012-2014年摊薄EPS（考虑可转债全部转股）0.433元、0.584元和0.686元。
 - ◆ 预计公司2012-2014年销售收入分别为1449.35百万元、1573.90百万元和1876.90百万元；同比分别增长9.19%、8.59%和19.25%。
 - ◆ 预计公司2012-2014年归属于母公司所有者的净利润分别为128.60百万元、173.33百万元和203.78百万元；同比增速分别为45.77%、34.78%和17.56%。

图表19：盈利预测与假设

产品分类		2011	2012E	2013E	2014E
卷烟纸					
	营业收入，百万元	583.62	600.00	600.00	600.00
	营业成本，百万元	358.81	348.17	351.50	354.92
	毛利率	38.52%	41.97%	41.42%	40.85%
滤嘴棒纸					
	营业收入，百万元	321.06	399.76	471.24	530.28
	营业成本，百万元	251.43	286.57	328.17	368.28
	毛利率	21.69%	28.31%	30.36%	30.55%
其中：高透纸					
	营业收入，百万元	167.30	246.00	334.56	393.60
	营业成本，百万元	107.10	148.16	203.74	242.42
	毛利率	35.98%	39.77%	39.10%	38.41%
铝箔衬纸					
	营业收入，百万元	274.25	275.20	275.20	398.80
	营业成本，百万元	248.82	236.63	239.32	333.91
	毛利率	9.27%	14.01%	13.04%	16.27%
其他纸					
	营业收入，百万元	142.24	168.26	221.33	341.69
	营业成本，百万元	134.97	151.12	191.41	279.81
	毛利率	5.11%	10.19%	13.52%	18.11%
其中：圣经纸					
	营业收入，百万元		11.80	60.18	180.54
	营业成本，百万元		8.26	42.62	129.31
	毛利率		29.97%	29.18%	28.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为应给予公司高于普通纸业公司的估值，理由如下：
 - ◆ 低焦油卷烟市场的启动十分确定，将带动高透纸市场进入爆发式增长阶段，公司产能扩张优势明显，并具有技术和优质客户的多重护城河，享受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 年恒丰纸业的成本、需求都呈现出稳定、公司业绩驱动受产能影响最大的阶段，这个阶段的经营特性周期性小。

- 基于上述理由，我们认为在公司产能大部分投放的 2013 年，应享受 2012 年的行业平均 PE，剔除估值异常的民丰特纸，给予公司 22x12PE 和 18x13PE，目标价 10.50-10.82 元，建议买入。

图表20：估值表

股票代码	股票名称	股本 (百万股)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000488	晨鸣纸业	2,062	4.95	0.295	0.364	0.459	16.78	13.60	10.78
000910	大亚科技	528	5.79	0.262	0.322	0.392	22.10	17.98	14.77
002012	凯恩股份	234	11.78	0.505	0.654	0.819	23.33	18.01	14.38
002067	景兴纸业	547	6.91	0.229	0.298	0.429	30.17	23.19	16.11
002078	太阳纸业	1,005	7.13	0.473	0.7	0.883	15.07	10.19	8.07
002228	合兴包装	348	5.95	0.213	0.296	0.426	27.93	20.10	13.97
600308	华泰股份	1,168	4.08	0.071	0.161	0.234	57.46	25.34	17.44
600963	岳阳林纸	843	5.15	0.183	0.252	0.362	28.14	20.44	14.23
600235	民丰特纸	263	7.28	0.029	0.07	0.07	251.03	104.00	104.00
600966	博汇纸业	505	6.3	0.368	0.458	0.579	17.12	13.76	10.88
市盈率平均值							26.46	18.07	13.40
恒丰纸业EPS							0.38	0.43	0.58
采纳估值							25	18	
相对估值估值							10.82	10.50	

注：收盘价为4月20日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

风险提示

- 纸浆价格大幅波动。
- 竞争对手产品研发速度超预期，行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,131	1,187	1,327	1,449	1,574	1,877							
增长率	5.0%	11.8%	9.2%	8.6%	19.3%								
主营业务成本	-804	-887	-1,001	-1,029	-1,117	-1,343							
% 销售收入	71.1%	74.7%	75.4%	71.0%	70.9%	71.6%							
毛利	327	300	327	421	457	534							
% 销售收入	28.9%	25.3%	24.6%	29.0%	29.1%	28.4%							
营业税金及附加	-8	-7	-6	-6	-7	-8							
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%							
营业费用	-98	-95	-104	-113	-123	-146							
% 销售收入	8.6%	8.0%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%							
管理费用	-59	-69	-69	-87	-94	-113							
% 销售收入	5.2%	5.8%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%							
息税前利润 (EBIT)	162	130	148	214	233	267							
% 销售收入	14.3%	10.9%	11.2%	14.8%	14.8%	14.2%							
财务费用	-19	-14	-31	-43	-1	6							
% 销售收入	1.7%	1.1%	2.4%	2.9%	0.1%	-0.3%							
资产减值损失	-2	-3	-1	0	0	0							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	0	0	0	0	0	0							
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
营业利润	141	114	115	172	232	273							
营业利润率	12.5%	9.6%	8.7%	11.8%	14.7%	14.5%							
营业外收支	2	-1	4	2	2	2							
税前利润	143	112	119	174	234	275							
利润率	12.7%	9.4%	9.0%	12.0%	14.9%	14.6%							
所得税	-37	-30	-31	-45	-60	-71							
所得税率	26.1%	27.1%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%							
净利润	106	82	89	129	174	204							
少数股东损益	1	0	1	1	1	1							
归属于母公司的净利润	105	81	88	129	173	204							
净利率	9.3%	6.9%	6.6%	8.9%	11.0%	10.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	106	82	89	129	174	204	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.544	0.422	0.381	0.433	0.584	0.686
非现金支出	125	128	137	169	190	202	每股净资产	5.886	5.949	5.259	6.049	6.236	6.923
非经营收益	18	13	34	60	16	16	每股经营现金净流	1.096	0.888	0.294	1.416	1.120	1.027
营运资金变动	-37	-51	-192	63	-47	-118	每股股利	0.050	0.200	0.126	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	212	171	68	420	333	305	回报率						
资本开支	-71	-188	-406	-101	-48	1	净资产收益率	9.24%	7.09%	7.24%	7.16%	9.36%	9.91%
投资	0	0	0	-1	0	0	总资产收益率	6.49%	4.29%	3.78%	5.50%	7.18%	7.63%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	8.11%	5.85%	5.22%	7.60%	8.05%	8.40%
投资活动现金净流	-71	-188	-406	-102	-48	1	增长率						
股权募资	0	0	0	450	-118	0	主营业务收入增长率	4.04%	4.97%	11.80%	9.19%	8.59%	19.25%
债权募资	12	120	418	-611	0	1	EBIT增长率	43.53%	-19.95%	13.96%	44.82%	8.82%	14.29%
其他	-63	-47	-103	-58	-18	-18	净利润增长率	67.21%	-22.44%	8.39%	45.77%	34.78%	17.56%
筹资活动现金净流	-50	73	315	-219	-136	-17	总资产增长率	7.43%	17.26%	22.93%	0.24%	3.28%	10.69%
现金净流量	90	56	-22	99	148	289	资产管理能力						
							应收账款周转天数	45.3	49.1	50.6	50.0	50.0	50.0
							存货周转天数	101.4	87.7	92.8	95.0	95.0	95.0
							应付账款周转天数	27.4	52.2	59.5	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	242.8	211.1	262.2	235.4	196.1	135.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	7.39%	12.66%	44.65%	-7.45%	-15.14%	-27.48%
							EBIT利息保障倍数	8.4	9.6	4.7	5.0	168.7	-42.8
							资产负债率	29.03%	38.29%	46.77%	22.12%	22.27%	22.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
买入	1	1	1	1	1
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.20	2.29

来源：朝阳永续

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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