

恒丰纸业 (600356.SH)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 7.36元

需求爆发全年销售无忧, 高透纸拉动毛利率提升

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)	1,704.58
年内股价最高最低(元)	8.97/5.81
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《低焦油卷烟井喷, 高透纸龙头独享盛宴》, 2012.4.23

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

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	0.555	0.748	0.880
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

业绩简评

■ 恒丰纸业 2012 年一季度实现营业收入 2.88 亿, 同比减少 8.45%; 净利润 0.233 亿元, 同比减少 14.69%, EPS 0.543 元; 毛利率 28.27%, 较同期回升 3.27%。

经营分析

- 一季度业绩下滑主要由收入和费用结算因素造成: (1) 每年春节前是公司下游卷烟行业的生产高峰期, 由于今年春节时间偏早, 卷烟企业采购也随之提前, 公司大量订单均在去年 12 月结算, 造成今年一季度结算收入较少; (2) 公司今年产能有较大扩张, 同时为了促进未来高透纸和圣经纸等高端产品的销售, 公司加大了销售渠道和队伍建设, 由此造成销售费用增加 188 万; (4) 公司短期借款较同期上升 117.67%, 导致财务费用增加 554 万, 随着公司可转债融资到位, 未来公司财务费用将有效降低;
- 完成全年 14.6 亿销售目标仍是大概率事件: 国内传统卷烟纸行业供需结构稳定, 公司传统产品将保持稳定增长; 高透纸市场需求已经爆发, 公司高透纸业产能消化无忧。
 - 公司 2011 年年报给出 2012 年经营目标: 实现营业收入 14.6 亿元, 期间费用列支额控制在 2.43 亿元以内。
- 高端产品占比提高拉动毛利率提升: 公司毛利率提升 3.27 个百分点的主要原因是高透气性滤嘴棒成型(毛利率近 40%)的销售占比提高, 下游低焦油卷烟市场启动的拉动效应已经得到进一步体现; 随着高透纸产品持续放量, 以及公司高价库存完成消化, 二季度公司毛利率有望进一步上升。

盈利预测、估值&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。

内容目录

低焦油卷烟井喷，全年销售无忧.....	3
传统卷烟纸市场供需结构稳定，公司传统产品将保持稳定增长.....	3
国内低焦油卷烟开始爆发式增长	3
高透纸市场需求爆发、产能紧缺	4
预计完成全年销售目标无忧.....	5
未来公司毛利率将进一步提高	5
高端产品占比提高拉动毛利率提升	5
高阶库存完成消化，低价纸浆助推二季度业绩	5
盈利预测、估值&投资建议	6

图表目录

图表 1: 全国低焦油卷烟销量及同比增速	3
图表 2: 低焦油卷烟销量在卷烟总销量中的比例	3
图表 3: 高透纸国内市场容量估算，吨.....	4
图表 4: 全国低焦油卷烟销量预测，万大箱.....	4
图表 5: 高透纸亚洲（除中国）市场容量估算，吨.....	4
图表 6: 公司高毛利率产品占比提升，百万元	5
图表 6: 进口针叶浆价格，元/吨	6
图表 7: 进口阔叶浆价格，元/吨	6
图表 8: 盈利预测	7

低焦油卷烟井喷，全年销售无忧

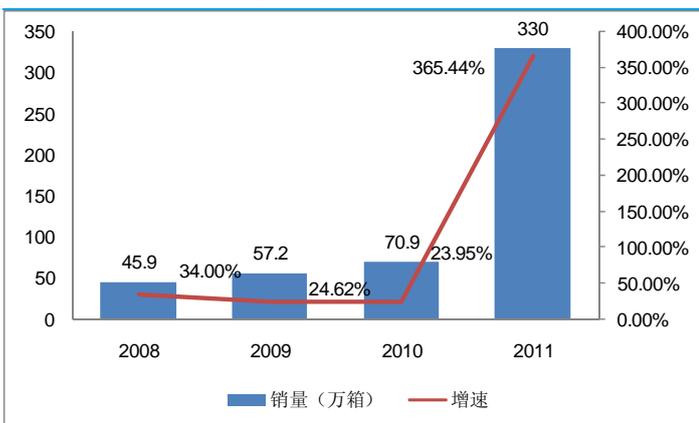
传统卷烟纸市场供需结构稳定，公司传统产品将保持稳定增长

- 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。
- 公司作为国内最大烟用纸生产企业与国内外各大烟厂保持稳定合作关系。
 - 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，并开始向亚洲市场供货；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。
- 我们认为公司传统卷烟用纸产品保持稳定增长是大概率事件。

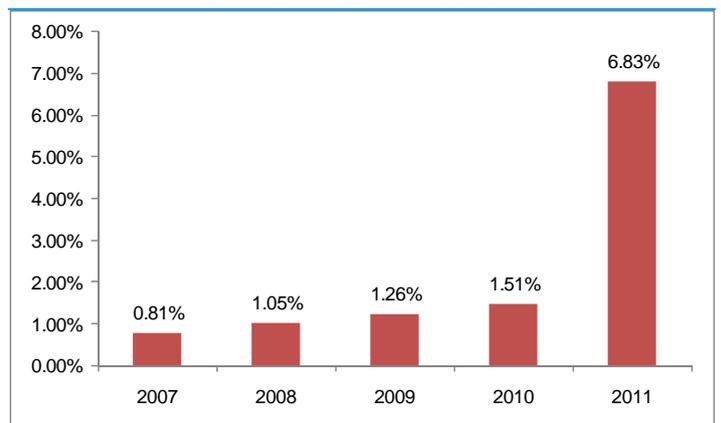
国内低焦油卷烟开始爆发式增长

- 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1：全国低焦油卷烟销量及同比增速



图表2：低焦油卷烟销量在卷烟总销量中的比例



来源：中国烟草市场，国金证券研究所

- **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%。**

高透纸市场需求爆发、产能紧缺

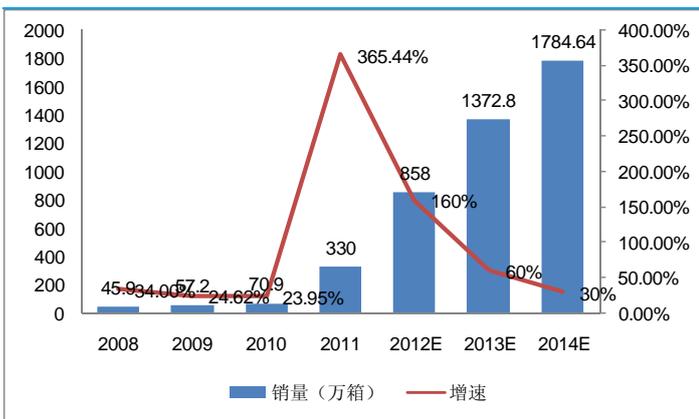
- 到 2014 年，国内及亚洲（除中国地区）高透气度滤嘴棒成型纸的需求量在 4 万吨左右。
 - 国外卷烟市场已经进入成熟期，我们估算亚洲（除中国）地区高透气度滤嘴棒成型纸的年需求量在 1.32 万吨左右。
 - 出于运输成本以及排除独家供应商风险的考虑，莫菲国际等国际烟草集团逐渐倾向于在亚洲市场寻求当地的高透气度滤嘴棒成型纸供应商，因此恒丰纸业等技术成熟的国内高透纸生产企业未来将有机会出口抢占亚洲市场。

图表3: 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年底焦油烟产量, 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%
每平方米纸产滤嘴量, 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4: 全国低焦油卷烟销量预测, 万大箱



来源: 国金证券研究所

图表5: 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

- 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，在亚洲的生产地基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%)。

预计完成全年销售目标无忧

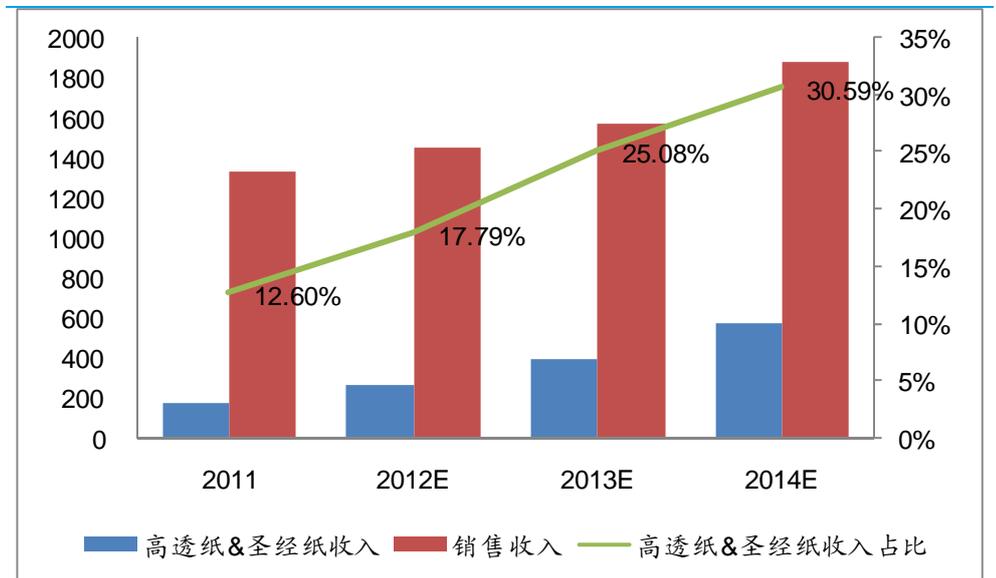
- 基于以上对传统卷烟纸市场以及高透纸市场的判断，我们认为公司完成 2012 年销售目标是大概率事件。
- 公司 2011 年销售收入 13.27 亿，我们预计公司 2012 年销售收入将达到 14.49 亿，同比增长 9.2% (详细预测见盈利预测)。
- 公司 2011 年年报给出 2012 年经营目标：2012 年度公司的经营目标是实现营业收入 14.6 亿元，期间费用列支额控制在 2.43 亿元以内，其中营业费用 11500 万元，管理费用 8800 万元，财务费用 4000 万元。

未来公司毛利率将进一步提高

高端产品占比提高拉动毛利率提升

- 随着高透纸产品持续放量，公司高毛利率产品占比将提升。
- 公司 2012 年一季度毛利率提升 3.27 个百分点的主要原因是高透气性滤嘴棒成型(毛利率近 40%)的销售占比提高，下游低焦油卷烟市场启动的拉动效应已经得到进一步体现。

图表6: 公司高毛利率产品占比提升, 百万元



来源: 国金证券研究所

高阶库存完成消化, 低价纸浆助推二季度业绩

- 2012 年一季度开始纸浆价格开始大幅下降, 随着公司高价库存完成消化, 二季度公司毛利率有望进一步上升。
- 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7: 进口针叶浆价格, 元/吨



图表8: 进口阔叶浆价格, 元/吨



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

盈利预测、估值&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。

图表9: 盈利预测

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

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	2	2	2	2	2
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	2.11	2.17

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 2012-04-23	买入	7.36	10.50 ~ 10.82

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



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方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信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