

造纸Ⅲ



雒雅梅 王斌

造纸及轻工行业研究员

证书号: S0190200010016

021-38565935

恒丰纸业（600356）

迎来新的发展机遇

——调研信息速递

推荐（首次）

2010年6月25日

投资要点

- **公司基本情况：**公司主营卷烟用纸，属于特种纸行业，主要产品包括卷烟纸、滤嘴棒纸、水松原纸和铝箔衬纸。其中，卷烟纸是公司主导产品，占主营收入的53%，由于毛利率水平较高，约37%，因此其利润占公司营业利润比重高达74%。其余纸种为卷烟纸的配套纸种。
- **行业容量：**从行业需求来看，全球卷烟纸行业市场规模约30万吨，其中中国约11万吨，占全球市场1/3强，年均增速4%左右，与卷烟消费增速基本保持同步。从供给来看，国内卷烟纸行业产能已严重过剩，全行业总供给能力达20万吨，因此除公司和红塔蓝鹰产能利用较满外，行业内大部分中小企业开工率较低，生存艰难。
- **集中度：**从集中度来看，行业集中度较高，前5大市场份额合计占90%以上，属于典型的寡头垄断市场。公司当前卷烟纸产能3万吨，市场份额约30%，业内第一；其次是民丰特纸，产能约2万吨，市场份额约18%。其余规模较大企业还包括景丰、华丰等，均为非上市公司。
- **公司竞争优势：**卷烟纸不同于普通用纸，其功能性较强，如韧性、阻燃性、透气性、安全性等各方面均有严格界定，因此对技术要求较高，这也是行业的主要进入壁垒。而技术优势的形成除了持续较高的研发投入与先进的设备之外，长期的经验积累以及研发生产各环节的紧密衔接和有机融合更是难以在短期内被仿效和复制的，因此是企业核心竞争力的体现，也是公司得以保持龙头地位的根本原因。
- **发展机遇：**公司历史运营中所体现出的一个典型特点是“稳”——成长性、盈利性各方面均较为平稳，加之其较强的盈利水平和良好的现金流，使财务风险大大降低。未来可能在“成长性”方面做积极努力。当前公司面临的发展机遇有：

- （1）**烟草行业整合：**2010年国家制定了烟草行业“大市场、大品牌、大企业”远景目标，提出“争取用5年或更长时间，培育2个年产量500万箱，3个300万箱，5个200万箱以上的重点骨干品牌。到2015年，力争培育12个销售收入超过400亿元的品牌”。烟草行业的这种变革势也势必推动其配套行业——卷烟纸行业的新一轮洗牌，公司作为行业龙头，必将在此过程中获得新的发展契机。
- （2）**国际化发展战略：**在国内市场竞争格局已基本稳定的前提下，公司亦积极探索国际化发展战略，争取与国际烟草企业巨头合作的机会。当前已取得了一些突破性进展，可以预见，未来国际市场开拓的深度和广度有望持续加强，为公司未来快速增长提供新的市场空间。
- （3）**拓展新业务领域：**由于卷烟行业增长的局限性，基于长期可持续发展考虑，公司正积极尝试将业务范围拓展至新的领域。凭借现有技术优势，当前新品研发已取得了阶段性胜利，未来将加大在

新领域的市场推广力度。我们认为，拓展新业务领域的尝试将为公司未来增长注入新的活力，也将成为公司后期一大看点，值得密切关注。

- **未来增长点：**公司现有产能利用率均在 100% 之上，已十分饱和。为配合上述发展机遇，当前在建项目有 2 个：（1）5000 吨特种纸生产线，已于 2010 年初顺利投产；（2）15000 吨真空喷镀铝生产线，预计于 2011 年 6 月份投产。此外，后续可能增上一些新项目，一方面调整产品结构，继续贯彻实施公司的高端化战略；另一方面将为公司提供持续增长动力。

2010 年面临增长压力：主要体现在三方面：（1）09 年得益于低价原材料的储备，公司实现了 67% 的高速增长。而当前原材料价格已经高企，甚至超过了金融危机前水平，随着低位原料消耗殆尽，短期成本优势丧失；（2）国家 09 年对烟草消费税进行了改革，其中甲类烟草消费税由 45% 调整为 56%，同时额外加征 5% 的从价税，但并未调整烟草零售价格，这直接提升了烟草生产成本。可能会将成本压力向上游转移。（3）公司当前产能利用率已十分饱和，难以支撑销量增长。因此，公司 2010 年收入、毛利率均存在增长压力。

- **股权激励提供 18% 增长底限：**公司第一期股权激励方案已获得股东大会通过，将于近期顺利实施。总激励期权数量为 52 万股，占公司总股本 0.27%，行权价为 5.53 元/股，激励范围覆盖 20 人，分 5 年实施，第三年开始进入行权期，每期匀速行权 33%。行权条件为：（1）净利润增长率超过 18%；（2）加权平均 ROE 不低于 6.5%。

从激励效果看，公司作为国有控股企业，受国家相关法规制约，本次股权激励深度和范围均未能达到理想目标，但已成功迈出了第一步，继第一期成功实施后，未来公司可能继续实施第二期、第三期，使股权激励范围和深度进一步扩大，使激励作用得到最大限度发挥。

- **首次给予“推荐”评级：**根据调研情况，我们初步预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52 元、0.65 元、0.86 元，增长率分别为 -3.7%、21.2%、30.2%；对应 PE 分别为 22.7X、18.1X、13.7X，我们看好公司较强的盈利能力和未来成长潜力，首次给予“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部**上海地区销售经理**

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戣

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。