

# 證券業務部每周證券評論

理文造紙有限公司 (股份代號: 02314)

Lee & Man Paper Manufacturing Limited

14 AUG 2017

## 公司簡介

目標價 \$8.88

### 重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利 港幣0.6264元

全年每股股息 港幣0.22元

市盈率 (x) 9.61

市帳率 (x) 1.64

派息比率 35.121%

資料來源:  
彭博、理文造紙有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)  
kathy.wong@icbcasia.com

理文造紙有限公司(簡稱“理文造紙”或“集團”),集團於1994年成立,並於2003年9月26日在香港聯交所主板上市。理文造紙的業務主要包括生產及銷售多款不同種類及級別和規格的牛皮箱板紙、瓦楞芯紙及塗布白板紙,用於各種包裝用途。集團目前在中國擁有5間廠房,策略性地選址於東莞潢涌、廣東洪梅、江蘇常熟、重慶永川及江西九江。另外,集團在越南亦將設有生產設施。集團不斷投放資源於設置先進機器及研發工作,力求生產最優質及價格相宜的產品。於2016年,集團的箱板原紙及紙漿的總年產能分別為563萬噸及18萬噸,而衛生紙的總年產能為35.5萬噸。

## 業績回顧 (截至31/12/2016止)

截至2016年12月31日的十二個月止,集團去年的收入同比增長4.1%至183.42億元(港幣,下同);整體毛利同比增長14.0%至40.81億元;毛利率較去年同期的20.3%提升了1.9個百分點至22.2%;股東應佔溢利同比增長22.8%至28.63億元。

財務方面,截止2016年12月31日止,集團持有銀行結餘、現金為12.74億元,較去年同期的29.59億元,減少56.9%;資產總值為350億元,較去年同期的355.99億元,減少1.7%;負債總額為181.77億元,較去年同期的183.63億元,減少1.0%;原料存貨周轉期為85日,較去年同期的78日增加7日;製成品存貨周轉日為3日,較去年同期的12日減少了9日;應收賬款周轉期為42日,較去年同期的50日減少了8日;應付賬款周轉期為80日,較去年同期的70日增加了10日;集團的流動比率為1.15x,較去年同期的1.31x,下跌了0.15x;集團的淨資本負債比率(借貸總額減現金及現金等價物除以股東權益)為73%較去年同期的66%下跌了7個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2016	2015	變動%
港幣千元			
收入	18,341,677	17,615,641	4.1%
毛利	4,080,534	3,578,285	14.0%
毛利率	22.2%	20.3%	1.9%
股東應佔利潤	2,862,743	2,331,675	22.8%
財務表現			
港幣千元	2016年12月31日	2015年12月31日	變動%
總資產	35,000,266	35,599,063	-1.7%
總負債	18,177,301	18,362,876	-1.0%
流動比率(x)	1.15	1.31	-0.15
原料存貨周轉期(日)	85	78	7.00
製成品存貨周轉期(日)	3	12	-9.00
應收賬款周轉期(日)	42	50	-8.00
應付賬款周轉期(日)	80	70	10.00
現金及現金等價物	1,274,197	2,958,656	-56.9%
淨資本負債比率(%)	73.0%	66.0%	7.0%

資料來源: 理文造紙有限公司

圖表二

## 投資要點及利好因素

	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
分部收入(港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
包裝紙	92.9%	17,036,779	93.8%	16,516,763	3.1%
木漿	1.7%	303,086	3.8%	674,862	-55.1%
衛生紙	5.5%	1,001,812	2.4%	424,016	136.3%
總計	100.0%	18,341,677	100.0%	17,615,641	4.1%
	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
分部盈利(港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
包裝紙	96.8%	3,293,194	96.2%	2,815,711	17.0%
木漿	0.7%	23,454	2.7%	78,403	-70.1%
衛生紙	2.5%	86,003	1.1%	32,909	161.3%
總計	100.0%	3,402,651	100.0%	2,927,023	16.2%

資料來源: 理文造紙有限公司 同比增長 1.61 倍至 8600.3 萬元。

2016 年,受惠造紙行業需求回暖,集團產品年內的銷售量保持穩定增長至 563 萬噸,2016 年度每噸產品平均淨利潤達 508 港元。

2. **行業產能過剩問題**。中央近年大力推動供給側改革、去庫存、去過剩產能等政策,以解決各行業產能過剩問題。紙業現已經歷了數年去庫存的時期,行業亦已於早幾年前進入調整期。現時紙業去除產能已超標完成。而在“十三五規劃”下,中央計劃關停 800 萬至 1000 萬噸落後造紙產能,預計將有 100 多家不符合環保要求的企業被停產及淘汰,相信將會進一步提升行業的集中度,對大型紙企有利。而供給側改革為行業帶來更多的機遇,地方政府繼續積極淘汰落後產能,對新產能的審批更為嚴格,現時內地的造紙行業在經過一輪產能淘汰後已逐步恢復秩序。

另外,在環保的需求下,各地陸續推出與紙業生產相關的環保政策,令部分無法達到環保要求的中小紙業被迫停產或倒閉,從而令行業中的供需情況進一步改善。去年底,環保部發佈了《關於開展火電、造紙行業和京津冀試點城市高架源排污許可證管理工作的通知》要求 2017 年上半年火電及造紙行業的企業應當完成排污許可證申請,並於 7 月起需持證排污。根據國家統計局統計資料顯示:截至 2016 年 9 月底,我國製漿造紙及紙製品業企業數量合計有 6677 家,其中:紙漿製造業 52 家,造紙業 2730 家,紙製品製造業 3895 家;而截止今年 7 月 12 日,拿到排污許可證的企業僅為 2412 家,僅佔全行業的 36%,相信造紙行業的產能將會進一步收縮。而 8 月 3 日國家安監局正式發文,宣佈於 8 月初派出 16 個督查組對全國 31 個省(區、市)展開安全生產大檢查;十二屆全國人大常委會第二十五次會議表決通過了環境保護稅法,將於 2018 年 1 月 1 日開始徵收環保稅。最新環保部於 8 月初發佈的《關於造紙工業污染防治技術政策》,當中提出造紙工業應堅持綠色低碳發展;提高准入門檻,淘汰落後產能,推動生產方式轉變和產業結構優化調整;加強清潔生產,注重節能減排,推進資源高效迴圈利用;開展廢水、廢氣和固體廢物的綜合防治,構建全防全控污染防治體系。未來造紙企業在多項相關環保的監督、措施及法規的執行下,相信將會進一步淘汰一些未符合排污要求的中小型造紙企業。而在行業集中度提升,過剩產能淘汰,庫存下降下,集團的收入及利潤將會進一步提高。

1. **分部業績及營運表現**。截至 2016 年 12 月 31 日止的 12 個月,集團收入同比增長 4.1%至 183.42 億元;毛利同比增長 14%至 40.8 億元;毛利率較去年同期的 20.3%提升了 1.9 個百分點至 22.2%;股東應佔溢利同比增長 22.8%至 28.63 億元。集團的三大分部(圖表二)去年度的表現如下:

**包裝紙分部**:佔集團整體收入 92.9%的包裝紙分部,其去年的收入同比增長 3.1%至 170.37 億元,分部溢利同比增長 17.0%至 32.93 億元;

**木漿分部**:佔集團整體收入 1.7%的木漿分部,其去年的收入同比下跌 55.1%至 3.03 億元,分部溢利同比下跌 70.1%至 2345.4 萬元;

**衛生紙分部**:佔集團整體收入 5.5%的衛生紙分部,其去年的收入同比大幅增長 1.36 倍至 10.02 億元,分部溢利

## 投資要點及利好因素

3. **供求逆轉、紙價上升、旺季來臨。**廢紙是成品紙生產的重要原材料，而現時國內的廢紙多是由國外進口的，但2016年底以來，廢紙的收購價不斷上升，廢紙價格為1736.44元/噸，同比增長32%。截至2017年7月28日，廢紙價格已高達到1919.19元/噸，較去年底再升10.5%，亦為2012年以來最高。進口廢紙價格不斷上升主要由於美元貶值，令進口廢紙的價格上升。另外，又因2017年7月27日，國務院辦公廳印發了《關於禁止洋垃圾入境推進固體廢物進口管理制度改革實施方案》，方案提出規範洋垃圾入境與固體廢物管理的十八條要求。而環保部又指，將在2017年年底以前，禁止4類24種固體廢物的進口，包括生活源廢塑膠、鈣渣、未分類的廢紙和廢紡織原料等高污染固體廢物。在生產成本上漲、去過剩產能下，需將成本轉移給消費者，而行業供求出現逆轉的情況，求多於供，自2016年第四季度開始造紙企業不斷將紙價上調，雖然今年第一季度時曾出現調整，但踏入第二季已開始止跌回升，理文於4月時上調了紙價100至150元人民幣/噸，到今年7月時大部分紙企更先後提高售價兩至三次，紙價於傳統的淡季仍有上調的機會，相信踏入下半年的旺季紙價將會進一步向上。

## 股價走勢

集團於8月11日的收市價為\$7.72，股價按年升22.93%。集團的股價於公佈中期盈喜後曾升至8元以上的水平，並於7月21日創出52周8.37元新高。現時14天相對強弱指數已於高位回落至46.7781的水平，股價亦回落至10天、20及50天移動平均線以下，而MACD線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價仍會有整固的壓力。內地造紙的行業經歷數年的去除落後產能、去庫存的艱辛時期，現時行業的整合度已提高，加上環保的要求，庫存已降至較低的水平，加上銷售模式的轉變，有助紙品價格回升，雖然成本上漲會為集團的利潤帶來負面影響，但集團去年底已開始加價，在今年第一季的淡季下紙價仍能上調，可見集團已有轉嫁成本的能力，行業轉趨健康，相信集團作為內地第二大包裝紙生產商，有能力在行業復甦中取得更好的成績。投資者可考慮於7.5元以下的位置增持或吸納，以憧憬集團未來的收入進一步增長。 資料來源: 彭博

## 估值預測

理文造紙於8月11日的收市價為\$7.72計算，集團的市盈率為12.32及市帳率為2.10，其市盈率及市帳率處於同行及行業中較合理的水平。集團上月發盈喜，正面盈利預告指，截至2017年6月30日止六個月集團的股東應佔溢利預期較2016年同期增長超過50%，增長主要由於集團產品銷售量和價格上升，於期內的可變利潤亦較去年同期上升，即今年中期股東應佔溢利將最少有21.46億元。在擴產能方面，集團為內地第二大包裝紙生產商，去年集團總年產能為523萬噸箱板紙，18萬噸木漿及35.5萬噸衛生紙。集團已進軍海外包裝紙市場，於海外投資興建造紙廠以配合拓展東南亞市場，預期越南后江省之造紙機項目，即相當於40萬噸年產能，可於今年3月投產。另外，有見海外包裝紙市場龐大，集團不排除對此業務投放更多資源。同時，江西廠房約40萬噸年產能之PM21造紙機，亦正在建造中，預備將於2017年8月投產。全面投產後，集團之包裝紙年產能將超過600萬噸。而除了包裝紙主業，集團於2年前開始進軍衛生紙業務，推出自家品牌「亨奇」，目前共有35.5萬噸之衛生紙生產能。隨著產量提升，以及重慶擁有製漿設備，正好利用此效益進一步降低製造衛生紙產品之成本。集團亦會於江西、廣東及重慶擴展衛生紙業務，合共新增6台共33萬噸年產能生產線，預計可於2017年內相繼投產。投產後，集團衛生紙年產量將達至68.5萬噸，進身為內地衛生紙行業五大生產商之一，未來衛生紙業務將為集團作出顯著貢獻，成為另一新增長點。現時國內的紙業仍在深化改革下，行業開始形成新的供需平衡關係，更多的落後及低效率產能將被關停，且新增產能較過去大量減少，中國包裝紙行業持續改善，產品價格於2016年度保持上升勢頭，即使在相對的淡季期間亦能維持向上。在行業整合加快，造紙行業的逐步回暖，及集團逐擴大產能下，理文造紙作為內地第二大的包裝紙生產商，相信可受惠行業逐步復甦之下。所以會將理文造紙的目標價定在\$8.88即相當於9.44市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有14.96%的潛在升幅。 資料來源: 彭博

## 風險因素

- 行業政策加嚴，增加成本的支出
- 原材料成本上漲
- 去除過剩產能、去庫存的力度大，限制行業的發展

## 利益披露及免責聲明

### 利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。