

個股研究

06/07/2015

優源國際控股有限公司(2268.HK)

行業概覽

國內包裝紙長年供不應求—國內的包裝紙生產長年以來未能滿足需求，當中的缺口主要從國外進口填補，自 2005 年從國外進口的包裝紙量持續上升，而於 2014 年包裝紙的淨進口量為 15 萬噸。國內的包裝紙市場供不應求的情況反映生產者具議價能力。

公司焦點

收益、毛利及溢利均穩步上揚—集團的收益由 2010 年的 12.24 億元人民幣，增長至 2014 年的 15.44 億元人民幣，複合年增長率為 6.0%；毛利由 2010 年的 4.01 億元人民幣，上升至 2014 年的 4.83 億元人民幣，複合年增長率為 4.8%；溢利則由 2010 年的 2.57 億元人民幣，上漲至 2014 年的 2.73 億元人民幣。

毛利率表現穩定，而且高於同業—集團於 2010 年至 2014 年的毛利率皆大約為三成，表現穩定。集團的毛利率於 2013 年及 2014 年分別為 32.9% 及 31.3%，兩年皆於其主要對手之中位列第二。由於集團的整體毛利率較同業高，因此集團更能夠抵禦原材料價格上漲所造成的成本壓力。

脫墨技術降低原材料成本—截至 2014 年底，集團配備 3 條自建脫墨漿生產線以供自用，設計年產能合共 150,000 噸。展望木漿價格即將走出谷底，而集團將透過製造自用脫墨漿的成熟專有技術及脫墨漿設施，展現其成本競爭優勢。

具併購概念—中央的「十二五規劃」要推進造紙行業併購重組，以從產能規模、技術裝備及節能減排等方面優化造紙行業的結構。而近期內地造紙行業併購的消息頻繁，集團或能物識到併購目標以優化企業結構或擴大企業板圖。

優越的地理位置帶來成本優勢—集團旗下三間廠房皆位於鄰近珠江三角洲及長江三角洲地區的福建省，毗鄰客戶，令集團有效減少生產付貨時間，亦有助客戶降低自集團的廠房運輸其購入貨品的成本。另外，集團的生產設備毗鄰廣大的公路及鐵路網絡，可以縮短交貨時間和成本。此外，集團的希源工廠能夠直接從鄰近的九龍江取得充足和可靠的水供應，減輕集團的生產成本。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2013 年	2014 年	2015 年 E	2016 年 E
收益(億元人民幣)	15.31	15.44	16.36	17.34
毛利(億元人民幣)	5.04	4.83	5.06	5.30
公司擁有人應佔溢利(億元人民幣)	2.90	2.73	2.77	2.82
每股盈利(元人民幣)	0.264	0.248	0.254	0.264
每股股息(港元)	0.102	0.119	0.153	0.159
毛利率(%)	32.9	31.3	31.3	31.3
市盈率(倍)	5.9	5.5	5.7	5.7
市賬率(倍)	0.8	0.6	0.7	0.7

買入(首予評級：買入)

目標價 2.34 元

上日收市價 1.80 元

公司簡介

主要於內地製造及銷售薄頁包裝紙、複印紙、壁紙原紙及其他產品。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
2268.HK	-1.64	18.56	3.13
恆指	-5.40	9.88	10.76

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	1.33 元-2.20 元
市值	21 億元
已發行股數	2.5 億
自由流通股數佔比	29.1%
每股帳面淨值	1.94 元

資料來源：彭博

Felix Ip

+852 25009222

Felix_ip@chiefgroup.com

Byron Mok

+852 25009239

Byron_mok@chiefgroup.com

目錄

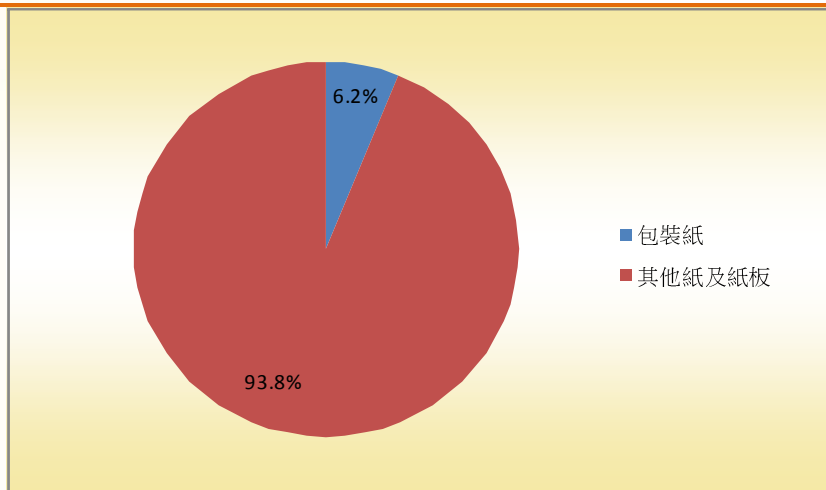
(一)中國內地造紙行業概要.....	3
(二)公司概覽.....	5
(三)主要推動股價因素.....	11
(四)潛在下行風險.....	17
(五)估值.....	17

中國內地造紙行業概要

中國內地包裝紙的生產及消費情況

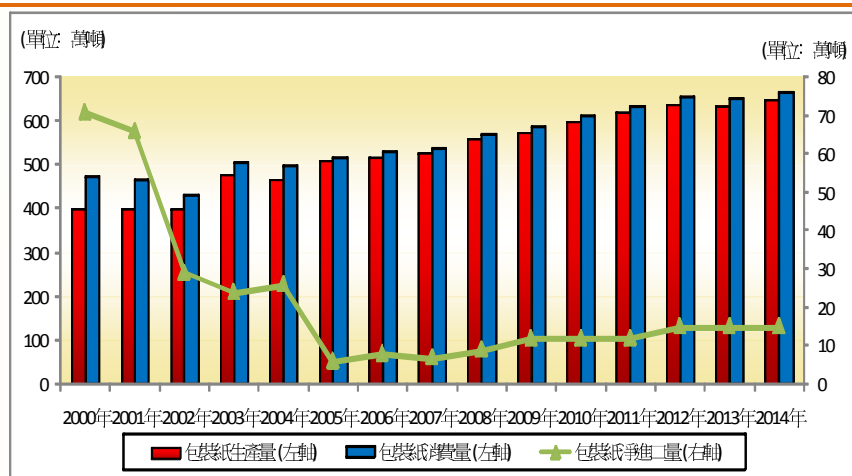
集團主要收入來源來自薄頁包裝紙。按圖表 1 所示，跟據中國造紙協會資料，於 2014 年，中國包裝紙生產量佔總產量的 6.2%。而按圖表 2 所示，中國內地包裝紙的消費量由 2000 年的 471 萬噸增加至 2014 年的 665 萬噸，複合年增長率為 2.5%；而包裝紙的生產量則由 2000 年的 400 萬噸增加至 2014 年的 650 萬噸，複合年增長率為 3.5%。此外，國內的包裝紙生產長年以來未能滿足需求，當中的缺口主要從國外進口填補，按圖表 2 所示，自 2005 年從國外進口的包裝紙量持續上升，而於 2014 年包裝紙的淨進口量為 15 萬噸。同時，內地包裝紙供不應求的情況亦反映生產者具議價能力。

圖表 1：2014 年中國內地包裝紙、紙板及其他紙的生產量比例



資料來源：中國造紙協會及致富資料研究組

圖表 2：中國內地包裝紙的生產量、消費量及淨進口量



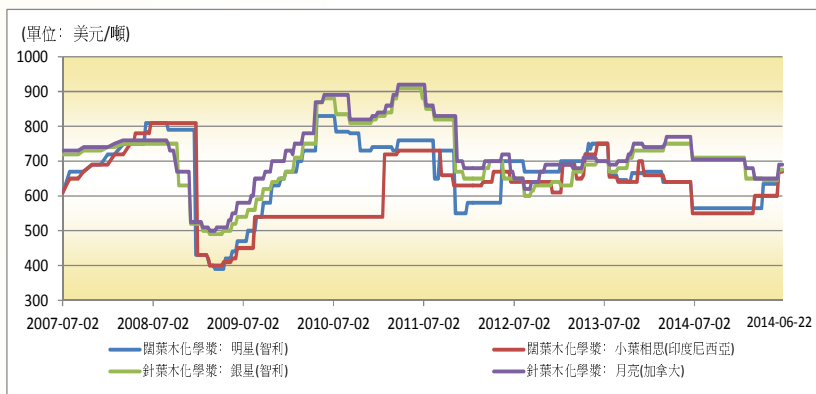
資料來源：中國造紙協會及致富資料研究組

中國內地製造紙原料價格趨勢

製造紙製品的原料以木漿及廢紙等為主。據中國造紙協會資料，中國製造紙原料仍然倚賴從海外進口。2014年木漿及廢紙漿進口量分別為 1,588 萬噸及 2,243 萬噸，分別佔中國木漿及廢紙漿總消費量 62.5% 及 36.2%。此外，據公司資料，「闊葉木化學漿：明星(智利)」、「闊葉木化學漿：小葉相思(印度尼西亞)」、「針葉木化學漿：銀星(智利)」及「針葉木化學漿：月亮(加拿大)」與集團所用的部分木漿相近。而按圖表 3 所示，中國闊葉木化學漿及針葉木化學漿的進口價格均逐漸回升。當中「闊葉木化學漿：明星(智利)」價格由 2015 年 3 月 30 日的每噸 565 美元升至 2015 年 6 月 22 日的每噸 675 美元，而期內「闊葉木化學漿：小葉相思(印度尼西亞)」價格亦由每噸 600 美元升至每噸 670 美元。此外，「針葉木化學漿：銀星(智利)」由 2015 年 6 月 1 日的每噸 645 美元增加至 2015 年 6 月 22 日的每噸 675 美元，而期內「針葉木化學漿：月亮(加拿大)」由每噸 650 美元增至每噸 690 美元。

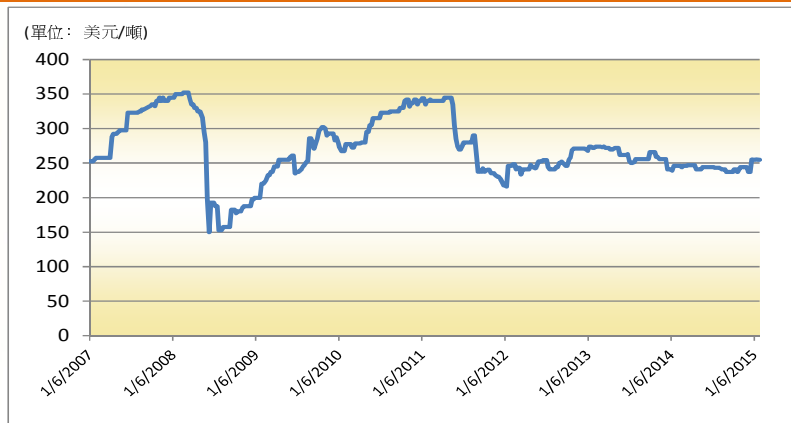
而廢紙漿方面，據公司資料，美國廢紙 37# 的價格對集團所付原材料成本較有參考價值，按圖表 4 所示，美國廢紙 37# 的報價近年亦維持於約每噸 250 美元水平。

圖表 3：中國木漿進口價格趨勢 (每週)



資料來源：Wind 及致富資料研究組

圖表 4：中國廢紙進口價格趨勢 (每週)



資料來源：Wind、美國廢紙 37# 的報價及致富資料研究組

公司概覽

集團的廠房

截至 2014 年底，集團擁有 3 家工廠，分別位於福建省晉江市及龍海市，共有 34 條生產線，設計年產量約為 345,000 噸。

集團擁有全面的配套設備，例如脫墨設施、燃煤鍋爐設備、水供應系統及污水處理設備，這些設施有助減低於製漿、蒸氣及水等基本資源的成本。另外，集團是國內少數擁有製造適合生產用的脫墨漿能力的企業。

<p>位於晉江市，截至 2014 年底設有 8 條生產線，主要生產薄頁包裝紙、複印紙、擦手紙及白卡紙。</p>	
<p>位於晉江市，截至 2014 年底設有 15 條生產線，主要生產薄頁包裝紙及擦手紙。</p>	
<p>位於龍海市，截至 2014 年底設有 11 條生產線，主要生產薄頁包裝紙及複印紙。</p> <p>(此為本資料研究組於 2015 年 6 月 26 日作實地考察之工廠)</p>	

集團的主要產品

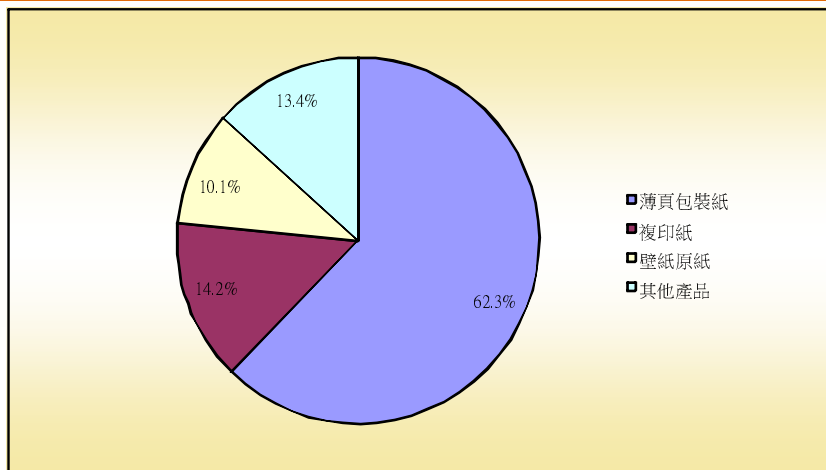
截至 2014 年底，集團的主要產品為薄頁包裝紙、複印紙、白卡紙及擦手紙。

<p>集團生產雙面及單面薄頁包裝紙，常用作服裝、鞋類、鮮果及其它消費品的包裝材料。集團以「優蘭發」品牌行銷薄頁包裝紙，並根據客戶的規格提供多種尺寸。</p>	
<p>複印紙用於影印機及電腦印表機。集團以「小秀才秀」、「小神童神」、「大學士學」品牌行銷集團具備 6 種尺寸的複印紙。</p>	
<p>白卡紙是一種兩面均塗上黏土的精製卡紙，主要用於美術印刷和服裝及其他貨品的價格標籤。</p>	
<p>擦手紙為一種以吸水紙而非布料製造的紙，常用於衛生及清潔用途。</p>	

集團的設計年產量

按圖表 5 所示，截至 2014 年底，集團共有 34 條生產線，設計年產量約為 345,000 噸。當中，薄頁包裝紙的設計年產量佔比為 62.3%，複印紙的佔比為 14.2%，壁紙原紙為 10.1%，而其他產品的佔比為 13.4%。

圖表 5: 2014 年集團設計年產量 (按產品類型劃分)



資料來源：公司年報及致富資料研究組

生產流程

本資料研究組於 2015 年 6 月 26 日到優源控股旗下福建希源紙業廠房進行實地考察。該廠房位於福建省龍海市。是次考察由該集團的行政總裁兼執行董事柯吉熊先生帶領。集團生產薄片包裝紙及複印紙的過程大同小異，以下為集團概括的生產流程。

材料準備、碎漿、磨漿及混和：

集團從獨立第三方採購木漿、再生漿及白邊角紙，亦採用於希源工廠及華祥工廠所生產的脫墨紙漿。

於碎漿階段，把以上材料與化學品混合，再放入水力碎漿機。水力碎漿機把紙漿粉碎成較小紙片，以形成具有所需濃度的糊狀紙漿塊。

於磨漿及混和階段，紙漿會被放入圓錐形機器中進行打漿，這時，纖維組織的柔韌性及粘性將會增強，所生產紙張的最終特性將會出現。其後紙漿會被漂白，再進入離心淨漿器進行清潔，然後進行過濾。



流漿箱及網部：

紙漿被泵入造紙機的流漿箱，其後流入網部。流漿箱把纖維均勻送入造紙網，形成濕薄的紙片或網狀紙片，再透過網孔及抽吸設備濾去大部份水。

流漿箱與網部決定紙張的結構及特性，例如基重纖維走向及分布、基重變化和紙張均勻度等。



壓榨、烘乾及壓光：

紙幅順著造紙網進入壓榨部，通過厚毛巾上的擠壓設施，擠壓及吸走紙上的水份。紙的密度將會於此階段提高。

離開壓榨部後，紙幅進入烘乾設施，由織物移走餘下水份。烘乾步驟會影響紙張表面的均勻度和強度。若是生產薄頁包裝紙的話，紙張將被卷成紙輥。若是生產複印紙的話，紙幅將會進入烘乾機後端的施膠壓榨部，加入水塗層以提升紙的強度、接受印刷的能力及抗水性，接著再進行第二輪乾燥處理。

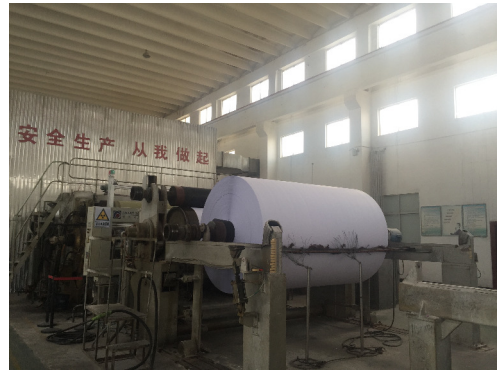
乾燥後，複印紙在壓光機內拉展、壓平、磨光及調整密度。



資料來源：致富資料研究組

卷紙及切紙：

紙張脫離造紙機，以線軸繞成大紙輥，然後大紙輥按客戶規格切成紙張。



包裝：

把切好的紙張進行貼標及包裝。



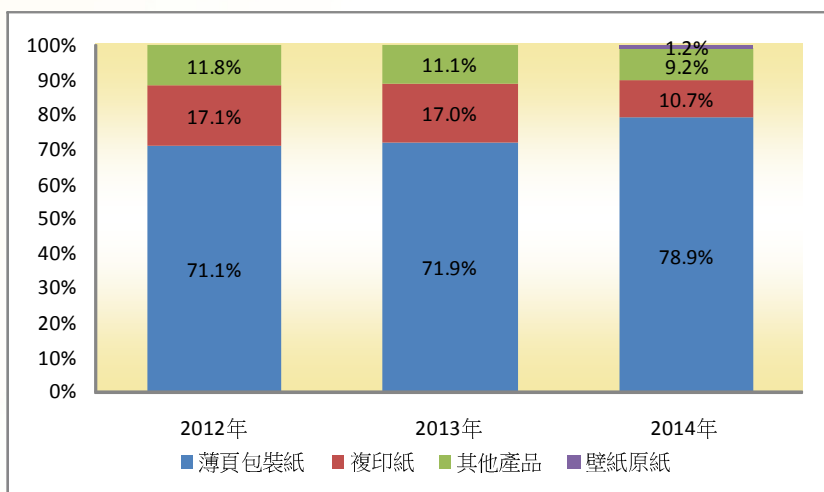
集團銷售模式及目標客戶

集團已在中國內地建立廣泛的銷售及分銷網絡，採納策略性分銷制度，向區域分銷商銷售產品，而分銷商則直接把集團的產品轉售給最終用戶，或按最終用戶的規格進一步加工集團的產品。集團最終用戶有鞋類、服裝及五金製造商或零售商、果商和酒類零售商等。

2012 年至 2014 年集團收益比重

按圖表 6 所示，集團於 2012 年至 2014 年，主要銷售薄頁包裝紙，來自薄頁包裝紙的收益佔比由 2012 年的 71.1%，增加至 2014 年的 78.9%。佔集團收益次高的為複印紙，來自複印紙的收益佔比由 2012 年的 17.1%，下降至 2014 年的 10.7%，主要由於一條年設計產能 19,000 噸的複印紙生產線開始改造升級工程所致。於 2014 年，集團所銷售的其他產品包括擦手紙及白卡紙，佔集團收益 9.2%。另外，於 2014 年，一條年設計產能達 35,000 噸的壁紙原紙生產線完成試營運，而第一批標準產品已於 2014 年 6 月交付給客戶，佔集團的收益約 1.2%。展望壁紙原紙或將成為集團其中一個新增長動力。

圖表 6: 2012 年至 2014 年集團收益比重 (按產品類型劃分)



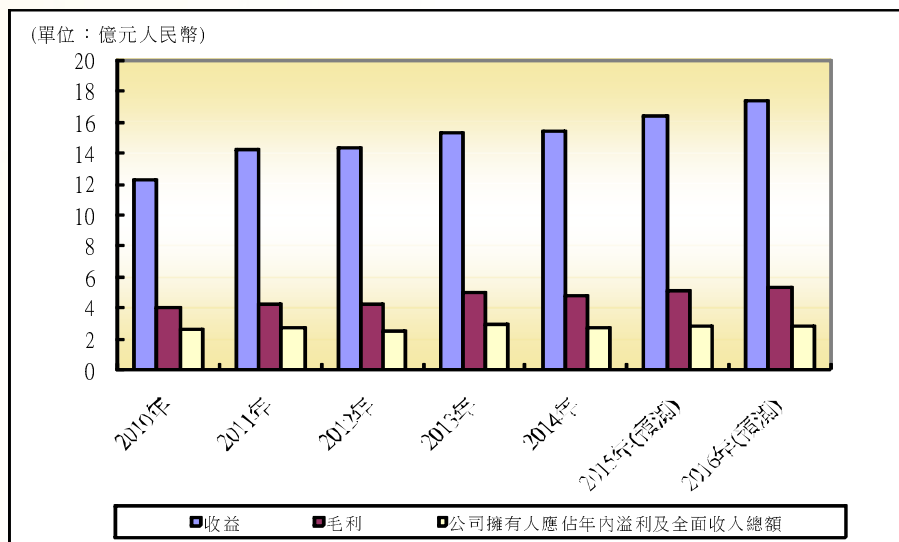
資料來源：公司年報及致富資料研究組

主要股價推動因素

收益、毛利及溢利均穩步上揚

按圖表 7 所示，集團的收益、毛利及溢利近年皆穩步上揚。集團的收益由 2010 年的 12.24 億元人民幣，增長至 2014 年的 15.44 億元人民幣，複合年增長率為 6.0%，若集團按此速度增長，於 2015 年及 2016 年，其收益將分別達 16.36 億元人民幣及 17.34 億元人民幣；另外，毛利由 2010 年的 4.01 億元人民幣，上升至 2014 年的 4.83 億元人民幣，複合年增長率為 4.8%，若集團按此速度增長，於 2015 年及 2016 年，其毛利將分別達 5.06 億元人民幣及 5.30 億元人民幣；此外，溢利由 2010 年的 2.57 億元人民幣，上漲至 2014 年的 2.82 億元人民幣，複合仍增長率為 1.6%，若集團按此速度增長，於 2015 年及 2016 年，我們預期其溢利將分別達 2.77 億元人民幣及 2.82 億元人民幣。

圖表 7: 2010 年至 2014 年集團的收益、毛利及公司擁有人應佔年內溢利及全面收入總額

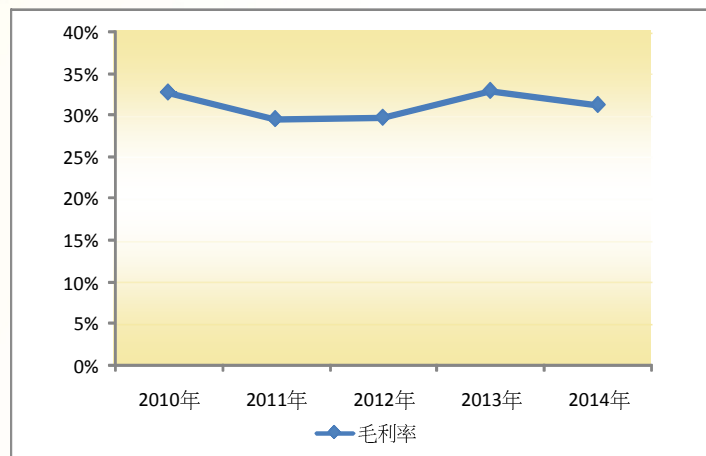


資料來源：公司業績報告及致富資料研究組

毛利率十分穩定，而且高於同業

按圖表 8 所示，集團於 2010 年至 2014 年的毛利率皆大約為三成，表現穩定。按圖表 9 所示，集團的毛利率於 2013 年及 2014 年分別為 32.9% 及 31.3%，兩年皆於其主要對手之中位列第二，主要由於集團主要銷售擁有高毛利率的薄頁包裝紙，而不是擁有較低毛利率的複印紙或其他紙種產品，加上集團部份生產的原料為低成本的廢紙所致。由於集團的整體毛利率較同業高，因此集團更能夠抵禦原材料價格上漲所造成的成本壓力。

圖表 8: 2010 年至 2014 年集團毛利率



資料來源：業績報告及致富資料研究組

圖表 9: 2013 年及 2014 年紙張製造商毛利率

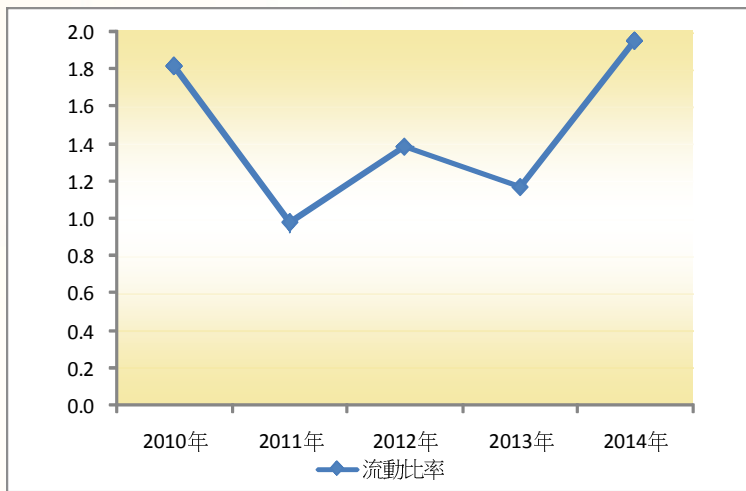
紙張生產商	毛利率 (%)	
	2013 年	2014 年
1044.HK 恒安國際	45.1	46.1
2268.HK 優源控股	32.9	31.3
2300.HK 澳科控股	29.2	30.9
3331.HK 維達國際	29.0	30.2
1439.HK 中華包裝控股	23.4	23.9
1812.HK 晨鳴紙業	17.9	19.3
2002.HK 陽光紙業	16.5	19.0
2314.HK 理文造紙	17.0	18.0
450.HK 鴻興印刷集團	14.2	13.4

資料來源：業績報告及致富資料研究組

具充足短期償付能力

按圖表 10 所示，集團於 2010 年、2012 年至 2014 年的流動比率皆高於 1.0，即使於 2011 年，集團的流動比率不足 1.0，但仍然達到 0.97，可見集團一直具充足的短期償付能力。

圖表 10: 2010 年至 2014 年集團流動比率



資料來源：企業年報及致富資料研究組

脫墨技術降低原材料成本

根據集團年報，截至 2014 年底，集團一共配備 3 條自建脫墨漿生產線以供自用，設計年產能合共 150,000 噸脫墨紙漿。

中國逐漸確立增速放緩但增長可持續的經濟發展新常態，製造業及國內消費行業的整體環境將更加穩定，將帶動需求復甦，這有助木漿價格更快走出谷底。集團將透過製造自用脫墨漿的成熟專有技術及脫墨漿設施，展現其成本競爭優勢。

由於複製脫墨技術需要花上大量時間及資本投入，同時亦需確保上游供應商提供足夠的廢紙作生產用途，因此該技術難於被其他公司複製。

圖片 11: 脫墨設備及脫墨紙漿



資料來源：致富資料研究組

自設污水處理系統以降低環保成本

根據中國環境保護部的「2013年環保統計年報」，於2013年，在調查所涉及的41個工業行業中，造紙及紙製品的廢水排放量位列第一，達28.5億噸，佔41個工業行業廢水排放總量209.8億噸的13.6%。

中央於2011年12月發布造紙工業的「十二五規劃」，明確指出到2016年，要約束性淘汰落後產能1,000萬噸以上以達到各項包括廢水的污染物的減排目標。此外，國務院於2013年發布了「十二五主要污染物總量減排考核辦法」，以監管造紙行業。由於國家環保政策愈來愈嚴格，造紙企業環保成本將會加大，不符合環保要求的造紙企業將會被淘汰，行業產能將逐漸集中在符合環保條件而又具有一定規模的造紙企業手中。

集團所有工廠皆有污水處理設備，可降低處理廢水的成本，亦能夠符合內地的環保要求，可望將能夠從這場環保淘汰戰中勝出。

圖片 12: 集團的污水處理系統



資料來源：致富資料研究組

優越的地理位置帶來成本優勢

毗鄰客戶 -- 集團的三間廠房皆位於鄰近珠江三角洲及長江三角州地區的福建省，而集團大部份客戶都是位於這兩個地區及福建省。毗鄰客戶令集團有效減少生產付貨時間，亦有助客戶降低自集團的廠房運輸其購入貨品的成本，使集團成為具成本效益的供應商。

毗鄰運輸中心 -- 集團的生產設備毗鄰廣大的公路及鐵路網絡。例如集團的希源工廠距離廈門港只約 15 公里，而廈門港為福建省南部海岸主要的城市貨運港口及中國的主要港口之一，集團因而可以使用水路運輸。此外，因為集團的供應商主要利用公路和海路運輸原材料，所以毗鄰運輸網絡的生產設施可以縮短交貨時間和成本。毗鄰廈門港亦讓集團從海外採購木漿和廢紙時得以節約成本。

毗鄰水力資源 -- 水是生產紙張的重要資源，因此集團需要大量而且穩定的水供應。集團的希源工廠能夠直接從鄰近的九龍江取得充足和可靠的水供應，減輕集團的生產成本。

圖片 13: 集團的水力資源設備



資料來源：致富資料研究組

開拓新市場

集團於 2014 年 11 月，簽署協議建造 1 條 10,000 噸食品級包裝生產線。集團預期該生產線將於 2015 年底開始投產，有助集團進軍具巨大潛力的快餐市場。

具併購概念

中央於 2011 年 12 月發布造紙工業的「十二五規劃」，明確到 2016 年，要推進併購重組，以從產能規模、技術裝備及節能減排等方面優化造紙行業的結構。併購重組已成為內地造紙行業的一大趨勢，而近期內地造紙行業併購的消息頻繁，集團或亦能物識到合悉的併購目標以優化企業結構或擴大企業板圖。

潛在下行風險

高毛利率引入競爭

集團薄頁包裝紙的毛利率擁有較集團其餘的紙產品的毛利率為高，同時亦成為吸引競爭的因素。若玖龍紙業(2689.HK)等內地造紙龍頭企業進入薄頁包裝紙市場，或對集團利潤造成不利影響。惟薄頁包裝紙的新入行者需面對較高的市場進入壁壘，因為建立相關的生產線或需要花上數年時間和大量的資本投入，加上新入行者同時需花不少時間與下游客戶建立關係，以確保生產線維持足夠的產能利用率。

資金障礙或限制集團擴充產能

集團或需擴大產能以迎合市場對集團產品的需求增長，若集團因資金限制而令擴大計劃未能如期實施，或將令產品未能按時交付至下游客戶，將影響長期的業務合作。惟現時集團的資金仍然充裕，料對未來潛在的擴充產能計劃未構成明顯的資金障礙。

新替代品出現

如市場出現品質和價格較薄頁包裝紙為佳的替代品，將對薄頁包裝紙的市場需求造成不利影響，同時亦影響相關生產商的盈利。惟現時薄頁包裝紙為塑料包裝材料的替代品，短期內出現替代品的可能性不大。

成本增加或產品價格下挫或會削減集團盈利能力

若原料如木漿及廢紙漿的價格上升，或產品價格下跌，將對集團盈利能力造成不利影響，特別是若廢紙的價格升幅較木漿大的話，會令集團的成本優勢下降。

估值

集團的估值是以股息貼現模型(DDM)所推算出來。

假設的因子為：

折現率=6.0%、派息比率=30%、2015年至2017年的增長率=4.0%、

長期增長率=1.6%、人民幣兌港元匯價為 1:1.267

估值：2.34 港元 (較 2015 年 7 月 6 日收市價 1.80 元，有 30.0%潛在升幅)

截至 12 月 31 日止年度	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E	2018 年 E
每股盈利(人民幣)	0.227	0.264	0.248	0.254	0.264	0.274	0.279
每股股息(港元)	0.088	0.102	0.119	0.095	0.099	0.103	0.105
分派比率(%)	31	30	38	30	30	30	30

資料來源：致富資料研究組

免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。