元富證券(香港)有限公司

Masterlink Securities (H.K.) Corp. Ltd.

Equity Research

個股分析

理文造紙（2314 HK）

出廠紙價回穩　理文造紙前景俏

理文造紙(2314)為內地第二大箱板紙製造商，在廣東、江蘇、東莞和重慶等地設有多間造紙廠。現時主要從事生產包裝紙品，亦運營毛利較高的衛生紙業務。今年有多條生產線投產，屆時衛生紙的生產能力將大幅提高，從而提高整體毛利水平。

為了解決造紙業產能過剩及環保問題，內地近年致力淘汰落後產能，同時提升新產能的審批門檻，令目前內地紙企數目降至不足 6,600 間；加上造紙產品需求回暖，供需情況獲得改善。集團的產品銷量及價格均有提升，邊際利潤亦錄得理想增幅。展望內地經濟持續向好，居民可支配收入持續上升，對包裝用紙需求保持穩定增長，而電子商務和網購平台的快速發展，將帶動消費和物流的模式轉變，有助包裝紙行業的整合，理文造紙可望從中得益。

集團已於 1 月底就去年業績發盈喜，預期去年盈利按年增長逾 75%，增速高於上半年，主要由於期內紙價上漲，產品價格及邊際利潤上升。該公司 2016 年純利為 28.63 億港元，因此 2017 年盈利料逾 50 億港元，詳細業績報告將於 3 月底派發。

而截至 2017 年 6 月底止，中期純利按年上升 53.4%至 21.9 億港元，營業額上升 36.7%至 114.4 億港元，毛利率增加 3.7 個百分點至 26.9%。上半年總銷售量為 277 萬噸，每噸淨利潤達 792 港元。

現時集團衛生紙年產量共 46.5 萬噸，包括重慶工業園 8 台年產量共 35.5 萬噸，以及江西工業園 2 台，年產量共 11 萬噸的衛生紙生產線。另外，今年上半年亦有新的生產線投入，屆時衛生紙產量將達到 79.5 萬噸，衛生紙業務可為集團作出顯著貢獻，成為年內增長的重要亮點。

除了衛生紙業務，集團亦已進軍海外包裝紙市場，在國外投資興建造紙廠，拓展東南亞市場，越南后江省約 40 萬噸產能的造紙機項目現已投產。由於海外包裝紙市場龐大，料集團將投放更多資源，從而拓闊收入來源。

集團將嚴控成本及提升生產效率，保持在現今造紙行業的市場競爭力。儘管去年第四季包裝紙供求失衡，出廠紙價由高位回調；但紙價於 12 月已止跌回升，今年上半年升勢可望保持，支持理文造紙的業績及股價表現。

根據彭博通訊綜合市場分析，預期理文造紙 2017、2018 及 2019 年每股盈利為 1.089 元、1.127 元及 1.144 港元，給予 12 個月目標價 10.0 港元，相當於今年預測市盈率 9.5 倍，評級「買入」。

買入

股價:	8.03 港元
12 個月目標價:	10.00 港元
潛在升幅:	24.5%

業務簡介

該公司主要從事生產及銷售紙張、生產及銷售木漿。

行業:	造紙
股份代號:	2314 HK
發行股數:	45.00 億股
市值:	361.35 億港元
1 個月平均成交:	9830 萬港元

52 周股價走勢:	5.85 – 10.94 港元
股息收益率:	2.7%
市盈率:	12.8 倍
市賬率:	2.2 倍
14 天 RSI:	31.1
啤打系數(beta):	1.2

理文造紙股價走勢圖(日線)

資料來源：彭博

	1M	3M	12M
股價表現	-16.2%	-14.5%	15.0%
相對恒生指數	-11.8%	-16.4%	-8.6%

2018 年 2 月 14 日

綜合損益計算表(註：百萬港元)

	2014	2015	2016
營業額	17,099	17,616	18,342
銷售成本	-14,028	-14,037	-14,261
毛利	3,072	3,578	4,081
EBITDA	3,240	3,766	4,447
折舊及攤銷	-833	-871	-943
EBIT	2,408	2,895	3,503
利息收益淨額	-199	-145	-149
除稅前經營溢利	2,209	2,750	3,354
股東應佔溢利	1,904	2,332	2,863
每股盈利 (港元)	0.407	0.504	0.626
每股股息 (港元)	0.143	0.18	0.22

綜合資產負債表(註：百萬港元)

	2014	2015	2016
現金	2,033	2,969	1,276
應收賬款	4,608	3,523	3,613
存貨	3,258	3,092	2,914
投資	2	0	0
固定資產	22,465	23,351	24,684
無形資產	0	0	0
其他資產	2,372	2,664	2,513
總資產	34,737	35,599	35,000
應付賬款	2,406	2,251	2,555
短期借款	6,698	5,250	4,240
長期借款	6,163	9,012	9,307
其他負債	1,993	1,849	2,075
總負債	17,260	18,363	18,177
股東權益總額	17,477	17,236	16,823

資產負債表及營運比率

	2014	2015	2016
股東權益回報率 (%)	10.9	13.5	17
資本運用回報率 (%)	7.8	8.6	10.6
總資產回報率 (%)	5.5	6.5	8.2
債項淨額/股東權益 (%)	62	65.5	72.9
每股資產淨值 (港元)	3.742	3.764	3.701
流動比率 (倍)	1.1	1.3	1.2
速動比率 (倍)	0.8	0.9	0.8
應收賬款周轉天數	98.4	73	71.9
存貨周轉天數	84.8	80.4	74.6
應付賬款周轉天數	62.6	58.5	65.4
營運資金周轉天數	120.5	94.9	81.1

同業比較

	理文造紙 (2314)	玖龍紙業 (2689)
預測市盈率 (倍)	7.63	6.37
預測市帳率 (倍)	1.84	1.22
股價/現金流	7.91	5.32
EBIT 增長率 (%)	33.12	38.25
EBITDA 增長率 (%)	29.77	73.17
純利增長率 (%)	68.50	51.48
每股盈利增長率 (%)	73.87	58.05
預測股息率 (厘)	4.49	4.96

電郵 ：research@masterlink-hk.com　　電話 ：2295-2098

聲明：金融投資具一定風險，價格可升可跌，投資者需知悉並了解本公司所提供各項金融理財服務之不同投資風與限制。本刊物內容謹供讀者參考，並不促使讀者作出任何投資決定。元富証券(香港)有限公司及數據提供者並不保証其內容的準確性及完整性。若閣下因為本刊物內容而作出任何投資決定而導致任何損失，元富証券(香港)有限公司及數據提供者並不負任何法律責任。