

理文造纸(2314.HK)

年报业绩持续靓丽，吨净利实现大幅提升 增持(维持)

2018年2月28日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002
shfk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万港元)	18341.68	25836.88	26878.78	29265.89
同比(%)	4.12	40.86	4.03	8.88
净利润(百万元)	2862.74	5040.29	5301.41	5777.48
同比(%)	22.78	76.07	5.18	8.98
毛利率(%)	22.25	29.08	27.50	27.50
ROE(%)	17.0	23.0	22.2	22.7
每股收益(元)	0.63	1.12	1.18	1.28
P/E	14.07	7.99	7.60	6.97
P/B	2.39	1.84	1.69	1.58

投资要点:

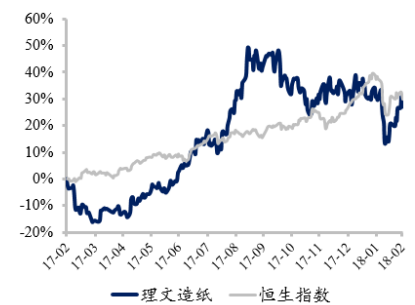
■ **公司发布年度报告: 17FY 实现收入 258.37 亿港元, 同增 40.86%; 年度净利 50.4 亿港元, 同增 76.04%; (剔除汇兑损益) 吨净利 927 港元 (去年同期为 491 港元), 年末派息每股 0.2 港元。其中 17H2 实现收入 143.97 亿港元, 同增 44.36%; 实现净利 28.47 亿港元, 同增 98.81%; 对应销量 275 万吨, 吨净利 1035 港元 (去年同期为 484 港元)。**

■ **行业景气利好收入, 持续进行产能扩张:** 理文造纸作为国内产能仅次于玖龙纸业的箱板纸行业第二大龙头, 现有包装纸、生活用纸、纸浆产能 603 万吨、68.5 万吨、18 万吨, 分布于东莞潢涌、广东洪梅、江苏常熟、重庆永川及江西九江等生产基地。报告期内, 受到造纸供需持续向好、成本端废纸及纸浆价格大幅抬升的影响, 公司包装纸实现销量 517 万吨, 收入 231.03 亿港元 (+35.60%), 占比总收入 89.42%; 卫生纸自 14 年大力发展以来增长迅速, 实现销量 35 万吨, 收入 27.19 亿港元 (+171.38%), 占比总收入 10.52%。公司持续进行产能建设, 其中重庆 11 万吨生活用纸产能预期将于 18 年中投产; 越南 50 万吨包装纸于 19 年底投产。

■ **吨盈利创历史新高, 管理持续领跑行业:** 从公司历史吨盈利水平来看, 即使在行业整体处于低谷的 12-15 年期间, 公司吨盈利仍然稳稳保持在 350 元以上, 显示出其内部优秀的成本管控能力 (原材料废纸利用率达 98%、吨纸耗水量约为 7 立方米, 吨纸耗煤量为 0.37 吨, 两项指标均远低于国内标准的 60 立方米和 0.6 吨), 相对应公司的毛利率大幅提升 6.83pct 至 29.08%。基于优秀的管理能力, 公司全年期间费用率 7.06%, 好于行业平均: 其中销售费用率 1.68%、管理费用率 5%、财务费用率受益于贷款减少至 0.72%。行业毛利率处于高位叠加管理费用率控制良好, 公司吨净利同比大幅提升, 同期吨净利达到 913 港元/吨 (去年同期为 508 港元/吨), 其中 17H1/H2 吨净利水平分别为 792 港元/吨、1035 港元/吨。下半年在行业旺季+废纸约束持续收紧利好龙头的状态下, 创历史新高。

■ **控量保价成品存货上升, 资产负债率持续向好:** 报告期内, 公司销量 552 万吨较去年同期有所下滑, 对应成品存货周转天数由 3 日上升至 18 日, 我们预期销量下滑或与龙头控量保价相关。汇兑损失方面受到汇率波动的影响, 公司 17 年实现汇兑收益 7546 万元。此外, 公司的综合净资产负债率由 16FY 的 73% 下降至 17FY 的 59%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.95
一年最低/最高价	5.65/10.94
市净率(倍)	1.84
流通 A 股市值(百万元)	40275

基础数据

每股净资产(元)	4.86
资本负债率(%)	49.37
总股本(百万股)	4500
流通 A 股(百万股)	4500

相关研究

1. 理文造纸: 吨净利创历史新高, 估值仍处底部, 继续建议配置箱板龙头-20180130
2. 理文造纸: 吨盈利增长亮眼, 生活用纸持续发力 -20170823

- **政策利好废纸系龙头，盈利持续具有向上弹性：**包装纸为公司的主营业务，成本占比约在 70%左右。17 年以来限制废纸进口的相关政策密集出台，导致 17 年同期废纸进口总额仅 2572 万吨，同比下滑近 10%。18 年在废纸总量持续减少且进口废纸标准大幅提升的背景下，我们预期内外废剪刀差将持续扩大（当前约为 1000 元/吨），利好行业份额向龙头持续进行集中。后期随着进口废纸含杂率不高于 0.5%的政策于 3 月 1 日起开始执行，我们判断拥有稳定废纸回收体系、更多废纸配额的行业龙头将会持续占据行业领先地位，吨净利具有向上弹性。
- **盈利预测及投资建议：**公司作为箱板纸行业龙头，受益于纸价提升及生活用纸业务持续发力，全年收入、利润增长迅速。我们预计公司 18、19 年归母净利 53.01、57.77 亿港元，EPS 为 1.18、1.28 元，对应 PE 为 7.6、6.97 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**环保政策执行力度不及预期；产能投产不及预期。

表 1：理文年度吨净利

理文年度数据	2013	2014	2015	2016	2017
净利润（百万港元）	1948.2	1904.4	2331.7	2862.7	5040.29
汇兑损益	92.1	44.2	-37.3	98.0	-75.46
销量（万吨）	481	506	544	563	552
销量同比增减（万吨）	-	25	38	19	-11
吨净利（港元/吨）	405	376	429	508	913
吨净利（剔除汇兑损益，港元/吨）	386	368	435	491	927

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

表 2：理文半年度吨净利

理文半年度数据	2013h2	2014h1	2014h2	2015h1	2015h2	2016h1	2016h2	2017h1	2017h2
净利润（百万港元）	977.1	912.5	991.9	1120.1	1211.58	1430.4	1432.3	2193.6	2846.4
汇兑损益	22.7	-12.9	57.1	-55.7	18.46	36.6	61.4	-46.2	-29.3
销量（万吨）	248	240	266	268	276	267	296	277	275
销量同比增减（万吨）	0	7	18	28	10	-1	20	10	-21
吨净利（港元/吨）	394	380	373	418	439	536	484	792	1035

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表：理文造纸三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产：	9193.01	14062.82	14600.01	14948.46	营业收入	18341.68	25836.88	26878.78	29265.89
现金及现金等价物	1274.20	2248.64	2419.09	2633.93	营业成本	14261.14	18324.03	19487.12	21217.77
应收账款	5002.70	6855.74	7446.50	7288.49	其他收入	545.70	791.67	781.69	847.52
存货	2914.43	4954.32	4731.73	5023.57	其他收益及亏损	22.25	(69.42)	(26.22)	(24.46)
其他流动资产	1.68	10.39	1.45	0.00	应占联营企业损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产：	25807.25	29226.97	29477.03	30707.76	销售费用	251.94	435.00	295.67	307.29
固定资产净值	24312.23	25738.49	27826.59	29068.93	管理费用	875.31	1291.61	1263.30	1346.23
商誉及无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	167.22	185.31	222.59	238.52
土地使用权	877.98	892.68	907.38	922.08	除税前溢利	3354.02	6323.18	6365.58	6979.14
其他非流动资产	617.05	2595.80	743.06	716.75	所得税	491.27	1282.88	1064.17	1201.66
总资产	35000.27	43289.79	44077.05	45656.22	净利润(含少数股东权益)	2862.74	5040.29	5301.41	5777.48
流动负债：	7963.83	11039.71	9911.58	9892.33	净利润(不含少数股东权益)	2862.74	5040.29	5301.41	5777.48
短期借款	4240.11	6025.75	4949.80	4041.46	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2555.20	3904.03	3775.63	4586.06	汇兑差异	(2142.49)	1551.74	775.87	387.93
其他流动负债	1168.53	1109.94	1186.15	1264.82	年度总全面收益	720.25	6592.03	6077.28	6165.41
非流动负债：	10213.47	10333.97	10273.72	10303.84	EBIT	3521.24	6508.49	6588.17	7217.66
长期借款	9306.74	9051.96	9179.35	9115.65	EBITDA	1836.78	7482.93	6758.62	7432.50
其他非流动负债	906.74	1282.01	1094.37	1188.19	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
总负债	18177.30	21373.68	20185.30	20196.17	每股收益(元)	0.63	1.12	1.18	1.28
归属母公司股东权益	16822.97	21916.12	23891.75	25460.04	每股净资产(元)	3.70	4.86	5.31	5.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	发行在外股份(百万股)	4545.66	4505.00	4500.00	4500.00
总负债及总权益	35000.27	43289.79	44077.05	45656.22	ROIC(%)	6.0%	20.2%	17.8%	19.2%
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.0%	23.0%	22.2%	22.7%
经营活动现金流	3921.55	3065.62	5411.08	7124.56	毛利率(%)	22.2%	29.1%	27.5%	27.5%
投资活动现金流	(3708.29)	(1904.82)	(2605.90)	(1810.03)	EBIT Margin(%)	19.2%	25.2%	24.5%	24.7%
筹资活动现金流	(1752.01)	(186.35)	(2634.73)	(5099.69)	销售净利率(%)	15.6%	19.5%	19.7%	19.7%
汇率变动的的影响	(145.71)	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	51.9%	49.4%	45.8%	44.2%
现金净增加额	(1684.46)	974.44	170.45	214.84	收入增长率(%)	4.1%	40.9%	4.0%	8.9%
折旧与摊销	78.95	514.21	552.73	599.28	净利润增长率(%)	22.8%	76.1%	5.2%	9.0%
资本开支	3737.84	1940.46	2640.83	1841.62	P/E	14.07	7.99	7.60	6.97
营运资本变动	874.98	(2544.09)	(496.58)	676.60	P/B	2.39	1.84	1.69	1.58
企业自由现金流	7697.24	5098.58	8183.77	9092.43	EV/EBITDA	31.13	7.94	8.59	7.78

注：表格中财务数据均为港元

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

