

业绩符合预期，估值处于低位
增持（维持）

2019年03月13日

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万港元）	32208	30988	31363	31990
同比（%）	24.66	-3.79	1.21	1.99
归母净利润（百万港元）	4880	3764	3706	3810
同比（%）	-3.18	-22.87	-1.50	2.80
每股收益（港元/股）	1.11	0.86	0.85	0.87
P/E（倍）	6.00	7.79	7.91	7.69

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

投资要点

- **理文造纸发布 2018 财年业绩：**报告期内，公司实现营业收入 322.08 亿港元（+24.66%），净利润 48.80 亿港元（-3.18%），剔除汇兑亏损实现净利润 47.82 亿港元（-6.53%）。其中 18H1 / 18H2 分别实现收入增速 +43.09% / +10.01%；分别实现净利润增速 35.87% / -33.26%。公司期内合计实现销量 612 万吨（+10.93%），单吨净利达 797 港元，其中 2018 下半年的单吨净利 599 港元/吨，较上半年环比下滑幅度较大。
- **下半年纸价承压，销量支撑营收稳健增长：**报告期内，公司包装纸业务同比增加 17.55% 至 271.56 亿港元，占比总收入的 84.31%；木浆业务同比增加 28.07% 至 11.93 亿港元，占比收入的 3.7%；个人卫生用品同比增加 85.64% 至 50.48 亿港元，占比收入的 15.67%。期间公司合计实现销量约 612 万吨，较去年同期增长 60 万吨，但是由于 18 年 H2 纸价下行（箱板纸 / 瓦楞纸的均价分别为 4867 / 4231 元/吨，较去年同期下滑 6.76% / 7.66%），公司营收增速环比有所放缓，销量是支撑公司营收稳健增长的主要动力。
- **多重因素叠加压制盈利，表现符合预期：**18 年下半年，由于（1）中美贸易战影响美废到港进度，导致内外废价差缩窄（由 18 年 6 月底的 1300+ 元/吨持续收缩至 12 月底的 400+ 元/吨），压制龙头企业相对成本红利；（2）终端需求疲软叠加去库（12 月底箱板/瓦楞原纸厂的库存较 9 月高点已经分别下滑 38.38% / 44.99%），箱板/瓦楞纸价旺季承压；（3）人民币贬值幅度达 3.74%，公司经营及融资活动汇兑亏损（税后）达到 0.98 亿港元，而去年同期汇兑收益为 0.75 亿港元。综合来看，公司 18H1、18H2 分别实现吨净利 1009 港元、599 港元，符合预期。
- **短期利好叠加，盈利环比或有改善：**19 年开年以来，由于（1）年前库存清理到位，新年开工备货拉动需求，短期利好于纸价修复；（2）中美贸易战谈判缓和，美废到港进度理顺，截至 19 年 3 月 7 日内外废价差重新扩大至 1100+ 元/吨，且 19 年前四批次外废配额中理文获批 62.44 万吨（占比 25.46%），预计公司将持续享受成本红利；（3）19 年初至今人民币升值幅度达到 2.4%，利好公司汇兑减亏。
- **产能持续扩张，龙头地位稳固：**理文造纸作为国内产能仅次于玖龙纸业的箱板纸第二大龙头，现分别有包装纸、生活用纸、纸浆产能 603 万吨、92.5 万吨（18 年新增 24 万吨产能）、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。公司看好包装纸和生活纸的发展潜力，持续进行产能建设规划。其中包装纸业务稳步发展，由于废纸政策变化预期产能建设以配套废纸回收项目为主；生活纸预期 19 年年底有 10 万吨卫生纸在江西投产。此外公司瞄准东南亚市场，推进国际布局，稳定产业链的配套能力。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	6.69
一年最低/最高价	6.30/9.63
市净率(倍)	1.08
港股流通市值(百万港元)	29302.20

基础数据

每股净资产(港元)	5.28
资产负债率(%)	45.89
总股本(百万股)	4380.00
流通股本(百万股)	4380.00

相关研究

- 1、《【东吴轻工】理文造纸：年报业绩持续靓丽，吨净利实现大幅提升》2018-03-01
- 2、《【东吴轻工】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》2018-01-30

- 毛利率略有下滑，管理效率持续领跑：**报告期内，公司综合毛利率 23.31%，较去年同期减少 5.77pct；全年期间费用率 7.51%（同增 0.11pct），持续好于行业平均。费用分项来看，期内公司销售费用合计 5.81 亿港元（销售费用率同增 0.12pct 至 1.80%）；管理费用合计 15.18 亿港元（管理费用率同减 0.29pct 至 4.71%）；财务费用合计 3.2 亿港元（财务费用率同增 0.28pct 至 0.99%），其中利息净支出 3.2 亿港元（+73%）；公司期末汇兑净亏损 0.98 亿港元（去年汇兑净收益 0.75 亿）。综合来看，公司净利率（含少数股东权益）由去年同期 19.51% 下滑 4.36pct 至 15.15%，符合预期。
- 资产负债率向好，营运能力改善：**报告期间公司资产负债率为 45.89%，较去年同期减少 3.48pct，资产负债率向好。期末公司账上应收贸易及其他账款 59.57 亿港元，较去年同期减少 8.19 亿港元，应收账款周转期为 35 天。账上存货 48.86 亿港元，较去年同期减少 0.68 亿港元，原料及制成品存货周期分别为 61 天及 16 天；账上应付贸易及其他账款 36.72 亿港元，较去年同期减少 10 亿港元，应付账款周转期为 33 天。截止报告期末，公司未偿还银行借贷 137.9 亿港元，较去年同期减少 12.88 亿港元。从公司应收账款周转天数、存货周转天数以及应付账款周转天数表现来看，营运能力持续改善。
- 用纸规模具提升空间，长线看好龙头份额提升：**短期来看，下游补库、纸价企稳、内外废价差扩大利好于龙头企业成本红利重铸；中长期来看，公司致力于提高生活用纸的质量和规模，受益于稳定的原料供应和规模化生产的成本红利，市场份额加速提升。目前龙头纸企的单吨市值已经处于历史较低水平，持续建议长线布局龙头纸企。
- 盈利预测及投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 309.88/313.63/319.90 亿港元，同增-3.79%/1.21%/1.99%；归母净利润 37.64/37.06/38.10 亿港元，同增-22.87%/-1.5%/2.8%。当前股价对应 PE 为 7.79X/7.91X/7.69X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动，环保力度加大。

表 1：理文造纸半年度收入拆分一览

单位：亿港元	2017H1	2017H2	2017A	2018H1	2018H2	2018A
量价拆分						
营业收入	114.40	143.97	258.37	163.69	158.39	322.08
YOY	36.69%	44.36%	40.86%	43.09%	10.01%	24.66%
销量（万吨）	277	275	552	295	317	612
YOY	3.75%	-7.09%	-1.95%	6.64%	15.25%	10.93%
单价(港元/吨)	4129.81	5235.39	4680.59	5541.80	4997.32	5259.98
YOY	31.76%	55.39%	43.67%	34.19%	-4.55%	12.38%
毛利	30.79	44.34	75.13	41.22	33.86	75.08
毛利率	26.91%	30.80%	29.08%	25.18%	21.38%	23.31%
YOY	15.83%	43.79%	30.70%	-6.42%	-30.59%	-19.83%
净利润（含少数股东权益）	21.94	28.47	50.40	29.80	19.00	48.80
YOY	53.35%	98.75%	76.07%	35.87%	-33.26%	-3.18%
吨净利（港元/吨）	792	1035	913	1009	599	797
按产品拆分						
包装纸	103.22	127.81	231.03	140.38	131.18	271.56
YOY	31.90%	38.75%	35.60%	36.01%	2.64%	17.55%
占比	90.23%	88.77%	89.42%	85.76%	82.82%	84.31%
木浆	4.22	5.10	9.32	5.78	6.15	11.93
YOY	54.16%	27.85%	38.55%	37.22%	20.51%	28.07%
占比	3.68%	3.54%	3.61%	3.53%	3.88%	3.70%
个人卫生用品-纸巾产品	11.06	16.13	27.19	23.29	27.19	50.48
YOY	168.31%	173.61%	171.43%	110.62%	68.52%	85.64%
占比	9.67%	11.21%	10.52%	14.23%	17.17%	15.67%

数据来源：公司年报、公司公告东吴证券研究所

表 2：理文造纸半年度财务数据一览

单位：亿港元	2017H1	2017H2	2017A	2018H1	2018H2	2018A
营业收入	114.40	143.97	258.37	163.69	158.39	322.08
YOY	36.69%	44.36%	40.86%	43.09%	10.01%	24.66%
毛利率	26.91%	30.80%	29.08%	25.18%	21.38%	23.31%
YOY	15.83%	43.79%	30.70%	-6.42%	-30.59%	-19.83%
期间费用率	7.01%	7.71%	7.40%	6.53%	8.52%	7.51%
销售费用	2.05	2.30	4.35	2.68	3.12	5.81
其中：销售费用率	1.79%	1.60%	1.68%	1.64%	1.97%	1.80%
管理费用	5.15	7.76	12.92	6.85	8.33	15.18
管理费用率	4.50%	5.39%	5.00%	4.19%	5.26%	4.71%
财务费用	0.81	1.04	1.85	1.15	2.05	3.20
财务费用率	0.71%	0.72%	0.72%	0.70%	1.29%	0.99%
净利润（含少数股东权益）	21.94	28.47	50.40	29.80	19.00	48.80
净利率	19.18%	19.77%	19.51%	18.21%	11.99%	15.15%

数据来源：公司年报、公司公告东吴证券研究所

表 3：理文造纸盈利拆分一览

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润（百万港元）	1948.20	1904.39	2331.68	2862.74	5040.29	4880.22
汇兑损益	92.10	44.20	-37.3	98.00	-75.46	98.18
销量（万吨）	481.00	506.00	544.00	563.00	552.00	612.32
销售同比增减（万吨）	-	25.00	38.00	19.00	-11	60.32
吨净利（港元/吨）	405.00	376.00	429.00	508.00	913.10	797.00
吨净利（剔除汇兑损益，港元/吨）	386.00	368.00	435.00	491.00	926.77	780.97

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

理文造纸三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万港元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:	13280.00	15431.61	14781.09	13482.94	营业收入	32208.17	30988.02	31362.78	31990.04
现金及现金等价物	2012.00	2788.92	2822.65	2879.10	营业成本	24700.44	25007.33	25466.58	25911.93
应收账款	5957.00	7147.60	6787.89	6285.45	其他收入	1054.53	1023.39	1040.94	1051.72
存货	4886.00	5274.01	4843.02	4043.10	其他收益及亏损	90.04	14.29	11.64	38.66
其他流动资产	394.00	197.00	295.50	246.25	应占联营企业损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产:	29497.88	30753.47	31374.61	31697.30	销售费用	534.66	511.30	517.49	531.03
固定资产净值	27444.88	28326.12	28613.66	28605.41	管理费用	1610.41	1533.91	1536.78	1599.50
商誉及无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	265.83	251.42	245.23	257.91
土地使用权	937.00	937.12	937.24	937.36	除税前溢利	6241.39	4721.74	4649.29	4780.04
其他非流动资产	1116.00	1490.23	1823.71	2154.54	所得税	1266.29	957.97	943.28	969.80
总资产	42777.88	46185.08	46155.70	45180.24	净利润(含少数股东权益)	4880.21	3763.76	3706.02	3810.23
流动负债:	10222.00	13016.54	13071.10	11802.43	净利润(不含少数股东权益)	4880.21	3763.76	3706.02	3810.23
短期借款	5825.00	8565.99	7749.05	8123.80	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	3672.00	3138.55	3989.35	2539.23	汇兑差异	244.01	(489.97)	281.27	(5.44)
其他流动负债	725.00	1312.00	1332.70	1139.40	年度总全面收益	5124.22	3273.80	3987.29	3804.79
非流动负债:	9409.00	9871.48	9640.24	9755.86	EBIT	6507.23	4973.16	4894.52	5037.94
长期借贷	7965.00	8508.48	8236.74	8372.61	EBITDA	6270.59	5750.08	4928.25	5094.39
其他非流动负债	1444.00	1363.00	1403.50	1383.25	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总负债	19631.00	22888.02	22711.34	21558.29	每股收益(港元)	1.11	0.86	0.85	0.87
归属母公司股东权益	23146.75	23297.06	23444.36	23621.95	每股净资产(港元)	5.28	5.32	5.35	5.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	发行在外股份(百万股)	4,380.00	4,380.00	4,380.00	4,380.00
总负债及总权益	42777.75	46185.08	46155.70	45180.24	ROIC(%)	17.0%	14.2%	12.5%	12.7%
现金流量表 (百万港元)	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	21.1%	16.2%	15.8%	16.1%
经营活动现金流	4250.28	3150.06	6927.93	5338.60	毛利率(%)	23.3%	19.3%	18.8%	19.0%
投资活动现金流	(1267.64)	(2276.81)	(1773.97)	(1572.79)	EBIT Margin(%)	20.2%	16.0%	15.6%	15.7%
筹资活动现金流	(3219.28)	(96.33)	(5120.24)	(3709.36)	销售净利率(%)	15.2%	12.1%	11.8%	11.9%
汇率变动的影响	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	45.9%	49.6%	49.2%	47.7%
现金净增加额	(236.64)	776.92	33.73	56.45	收入增长率(%)	24.7%	-3.8%	1.2%	2.0%
折旧与摊销	1316.55	1427.15	1520.45	1614.57	净利润增长率(%)	-3.2%	-22.9%	-1.5%	2.8%
资本开支	1302.58	2308.40	1807.99	1606.32	P/E	6.00	7.79	7.91	7.69
营运资本变动	(2000.00)	(2112.05)	1641.50	(147.76)	P/B	1.27	1.26	1.25	1.24
企业自由现金流	5806.13	5587.67	4969.93	3073.13	EV/EBITDA	7.48	8.59	9.98	9.42

数据来源: 贝格数据、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>

