理文造纸（02314）

盈利水平底部确认，静待废纸系逻辑兑现

增持（维持）

2020 年 03 月 06 日

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	27,144	28,683	31,748	33,335
同比（%）	-15.7%	5.7%	10.7%	5.0%
归母净利润（百万港元）	3,300	3,463	3,697	3,796
同比（%）	-32.4%	4.9%	6.7%	2.7%
每股收益（港元/股）	0.76	0.79	0.85	0.87
P/E（倍）	8.01	7.63	7.15	6.96

投资要点

- **理文造纸发布 2019 财年业绩：**报告期内，公司实现营业收入 271.44 亿港元（-15.72%），净利润 33.00 亿港元（-32.37%），剔除汇兑收益 1.93 亿港元全年实现净利润 31.07 亿港元（-35.03%）。其中 19H1/19H2 分别实现收入增速-20.91% / -10.36%；分别实现净利润增速-43.63% / -14.72%。公司期内合计实现销量 629 万吨（+2.78%），单吨净利约 525 港元，受进口外废减量，2019H2 吨净利 466 港元/吨（H1 单吨净利 598 港元/吨）。

- **销量小幅上升，包装纸业务略显承压：**公司造纸业务实现销售额 271.43 亿港元（同比-15.72%）。其中，细分纸种包装纸、生活用纸分别实现销售额 223.88 亿（-17.56%）、47.55 亿（-5.81%）。期内公司实现销量约 629 万吨，较去年同期增长 17 万吨（+2.78%）。整体营收下滑受纸价下跌所致，主要纸种包装纸整体下行，截至 19Q3 跌至低点 3907/3246 元人民币（同比-24.84%/-29.40%），行业盈利跌至箱板/瓦楞毛利率 22.48%/10.36%，19Q4 箱板/瓦楞价格环比仅上升 4.29%/4.27%，此外生活用纸受浆价低位运行致使行业价格竞争，19 全年价格同比下降 10.6%。

- **疫情拖累终端需求，关税利好盈利弹性：**（1）前期疫情拖累国废回收，大厂惜售，小厂开工不足，导致成品纸供给短缺，废纸产业链箱板/瓦楞吨价开年来已累计提涨 367/575 元人民币至 4577/4070 元人民币，目前废纸回收业陆续复工下供应紧张状况已逐渐缓解，随着原材料价格逐步回调以及下游需求疲软，预计将对后续价格构成压力，静待下半年包装纸旺季废纸系逻辑兑现提价；（2）部分美国商品的进口关税拟被取消（废纸&再生浆），利好理文造纸的进口原料成本下行，预期全年节约税额达 1.68 亿元人民币。

- **开启产能释放，看好营收、净利成长：**截至 2019 年底公司合计拥有纸、浆产能约 723.5 万吨，其中包装纸 603 万吨、生活纸 102.5 万吨、纸浆 18 万吨（2019 年仅在年底于江西投产 10 万吨生活纸），公司在东莞、洪梅、常熟、重庆、江西等地均有生产基地布局，此外越南工厂包装纸年产能约为 40 万吨。公司计划于 20 年 3 月在马来西亚新增投产 40 万吨再生浆板产能，同时于 20 年底在越南新增 50 万吨箱板瓦楞纸产能，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，看好 20 年公司上游原料布局带来成本改善及销量增长贡献营收增量。

- **毛利率略有下滑，管理效率持续领跑：**报告期内公司毛利率同比减少 4.55pct 至 18.76%，主要是由于外废政策叠加废纸加征关税使原材料成本上升，随着越南投产和各地布局产能不断爬坡，毛利率有望改善。期内三费率 7.74%（+0.23pct），分项来看，销售费用 6.12 亿港元，销售费用率 2.26%（+0.46pct）；管理费用 11.63 亿港元，管理费用率 4.28%（-0.43pct），效率不断提高；财务费用 3.25 亿港元，财务费用率 1.20%（0.21pct），其中利息净支出 3.25 亿港元（+1.64%），期末汇兑净收益 1.93 亿港元（+96.94%）。综合来看，公司净利率（含少数股东权益）由去年同期 15.15%下滑 2.99pct 至 12.16%，符合预期。

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
研究助理 傅嘉成
fujch@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	6.05
一年最低/最高价	3.84/7.09
市净率(倍)	0.99
港股流通市值(百万港元)	26419.19

基础数据

每股净资产(港元)	5.44
资产负债率(%)	40.04
总股本(百万股)	4366.81
流通股本(百万股)	4366.81

相关研究

1、《理文造纸（02314）：业绩符合预期，估值处于低位》
2019-03-14

- **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 40.04%，较去年同期减少 5.85pct，资产负债率向好。期末公司账上应收贸易及其他账款 53.56 亿港元，较期初减少 6.01 亿港元，应收账款周转期增加 4 天至 39 天。账上存货 35.71 亿港元，较期初减少 13.15 亿港元，原料及制成品存货周期分别减少 7 天/6 天至 54 天/10 天；账上应付贸易及其他账款 28.33 亿港元，较期初减少 8.38 亿港元，应付账款周转期减少 6 天至 27 天。截止报告期末，公司未偿还银行借贷 123.36 亿港元，较去年同期减少 14.54 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。

- **废纸系旺季逻辑通顺，看好公司原料及产品端扩张：**公司现有包装纸产能 603 万吨，是仅次于玖龙纸业的第二大箱板龙头，且近年来布局生活用纸，产品多元化扩张顺利。公司布局海外基地于今年逐步开启产能释放，预期将从成本端及收入端给公司带来盈利弹性。此外中期我们仍旧看好进口外废限制导致的纤维缺口，将进一步优化行业格局，预期废纸系旺季提价逻辑顺畅，带动盈利修复。

- **盈利预测及投资评级：**我们预计 20-22 年分别实现营收 286.83/317.48/333.35 亿港元，同增 5.7% /10.7%/5.0%；归母净利 34.63/36.97/37.96 亿港元，同增 4.9%/6.7%/2.7%。当前股价对应 PE 为 7.63X/7.15X/6.96X，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：理文造纸半年度财务数据一览

百万港元	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H
营业收入	8695.43	8920.21	8368.76	9972.92	11439.57	14397.31	16369.36	15838.72	12946.83	14197.
YOY	3.03%	0.01%	-3.76%	11.80%	36.69%	44.36%	43.09%	10.01%	-20.91%	-10.36
销售毛利率	20.63%	20.01%	23.23%	21.42%	26.91%	30.80%	25.18%	21.38%	18.05%	19.41
销售费用	165.69	151.97	113.79	138.15	205.30	229.71	268.28	312.29	272.22	340.0
管理费用	416.67	379.84	408.20	467.10	515.33	776.28	685.21	832.97	459.30	703.5
财务费用	71.10	83.76	87.42	79.80	81.18	104.14	114.93	204.68	153.77	171.1
销售费用率	1.91%	1.70%	1.36%	1.39%	1.79%	1.60%	1.64%	1.97%	2.10%	2.40%
管理费用率	4.79%	4.26%	4.88%	4.68%	4.50%	5.39%	4.19%	5.26%	3.55%	4.96%
财务费用率	0.82%	0.94%	1.04%	0.80%	0.71%	0.72%	0.70%	1.29%	1.19%	1.21%
归母净利润	1120.10	1211.58	1430.43	1432.31	2193.63	2846.66	2980.38	1899.83	1680.08	1620.
YOY	22.75%	22.15%	27.71%	18.22%	53.35%	98.75%	35.87%	-33.26%	-43.63%	-14.72
归母净利率	12.88%	13.58%	17.09%	14.36%	19.18%	19.77%	18.21%	11.99%	12.98%	11.41
总资产	33110.21	35599.06	34480.04	35000.27	38101.13	43289.79	46636.96	42776.83	45621.91	43497.
净资产	17594.27	17236.19	17283.27	16822.97	18748.08	21916.12	24663.49	23145.85	26000.46	26082.
应收账款及票据	3745.08	3523.11	3358.74	3613.13	4412.71	4656.15	6209.86	4491.03	3845.34	4116.(
短期借款	5749.65	5250.36	4312.21	4240.11	5055.19	6025.75	7279.45	6163.82	6370.98	5336.:
长期借款	6048.06	9012.02	8947.59	9306.74	9168.29	9051.96	8650.23	7965.03	8011.20	7461.
有息负债	11797.71	14262.38	13259.79	13546.84	14223.48	15077.70	15929.68	14128.85	14382.18	12797.
经营性现金流净额	1964.92	1576.82	1839.15	2082.39	1417.74	2607.58	1274.73	4860.04	1886.29	-
资本开支	1069.73	1946.62	1861.24	1876.60	1719.82	1450.26	1288.84	1003.25	1597.91	-
资产负债率	46.86%	51.58%	49.87%	51.93%	50.79%	49.37%	47.12%	45.89%	43.01%	40.04
ROE	6.37%	7.16%	8.28%	8.74%	11.70%	11.30%	12.08%	9.00%	7.10%	6.52%
ROIC	3.75%	3.79%	4.61%	4.64%	6.93%	8.04%	7.68%	5.46%	4.46%	4.30%

数据来源：公司年报、公司公告东吴证券研究所

表 2：理文造纸盈利拆分一览

理文造纸	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
净利润（百万港元）	1120.1	1211.6	1430.4	1432.3	2193.6	2846.7	2980.4	1899.8	1680.1	1620.2
yoy	23%	22%	28%	18%	53%	99%	36%	-33%	-44%	-15%
汇兑损益	-55.7	18.5	36.6	61.4	-46.2	-29.26	-32.24	130.42	53.4	139.8
销量（万吨）	268	276	267	296	277	275	295	317	281	348
销售同比增减（万吨）	28	10	-1	20	10	-21	18	42	-14	31
吨净利（包括汇兑，港元/吨）	418	439	536	484	792	1035	1010	599	598	466
吨净利（不包括汇兑，港元/吨）	439	432	522	463	809	1046	1021	558	579	425

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

理文造纸三大财务预测表

资产负债表（百万港元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12491	15539	15376	17499
现金	2919	2581	2857	3000
应收账款	5939	7916	7687	8804
存货	3571	4991	4778	5640
其他	62	51	54	55
非流动资产	31007	32354	32623	32552
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产净值	23053	25040	25518	25903
商誉及无形资产	5124	4824	4324	3624
土地使用权	0	0	0	0
其他	1040	539	668	749
资产总计	43497	47893	47999	50052
流动负债	8460	12655	12776	14588
短期借款	5336	8506	8992	10216
应付账款	1388	2198	1771	2396
其他	1736	1951	2013	1976
非流动负债	8955	9182	9068	9125
长期借款	7461	7713	7587	7650
其他	1493	1469	1481	1475
负债合计	17415	21837	21845	23713
少数股东权益	2323	2323	2323	2323
归属母公司股东权益	23759	23733	23832	24016
负债和股东权益	43497	47893	47999	50052

现金流量表（百万港元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1524	2512	5442	4268
投资活动现金流	-2317	-1814	-1613	-1415
筹资活动现金流	1700	-1036	-3553	-2711
现金净增加额	908	-338	276	143
折旧和摊销	1482	1575	1668	1762
资本开支	2348	1848	1646	1448
营运资本变动	-3329	-2587	15	-1353

利润表（百万港元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27144	28683	31748	33335
减:营业成本	22051	23233	25843	27135
营业税金及附加	0	0	1	1
营业费用	623	535	611	672
管理费用	1179	1346	1489	1567
财务费用	331	261	311	343
资产减值损失	0	0	1	1
加:投资净收益	0	0	0	0
其他收益	884	912	1014	1068
营业利润	6323	6323	6127	4020
加:营业外净收支	0	0	1	1
利润总额	4020	4219	4509	4686
减:所得税费用	720	756	812	890
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3300	3463	3697	3796
EBIT	4351	4480	4819	5030
EBITDA	5258	4142	5095	5173

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(港元)	0.76	0.79	0.85	0.87
每股净资产(港元)	5.44	5.43	5.46	5.50
发行在外股份(百万股)	4367	4367	4367	4367
ROIC(%)	13.5%	9.8%	11.9%	11.7%
ROE(%)	12.7%	13.3%	14.1%	14.4%
毛利率(%)	18.8%	19.0%	18.6%	18.6%
销售净利率(%)	12.2%	12.1%	11.6%	11.4%
资产负债率(%)	40.0%	45.6%	45.5%	47.4%
收入增长率(%)	-15.7%	5.7%	10.7%	5.0%
净利润增长率(%)	-32.4%	4.9%	6.7%	2.7%
P/E	8.01	7.63	7.15	6.96
P/B	1.01	1.01	1.01	1.00
EV/EBITDA	7.78	11.03	8.91	9.11

注：2020 年 3 月 5 日港元兑人民币收盘价：0.89294

数据来源：贝格数据、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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