

**香港：纸类与林业产品**
**2017年09月18日**
**投资建议：**
**买入 (维持评级)**
**目标价隐含涨/跌幅： 36.2%**
**日期 2017/09/15**

收盘价	<b>HK\$10.20</b>
十二个月目标价	<b>HK\$13.90</b>
前次目标价	<b>HK\$ N.A</b>
香港恒生指数	<b>27,807.6</b>

**资讯更新：**

- ▶ 初次纳入研究范围，给予买入评级，目标价 13.90 港元，隐含 36.2% 上涨空间。
- ▶ 理文造纸有望受惠于中国环保措施收严及产品价格上涨。

**本中心观点：**

- ▶ 本中心预估 2017-19 年净利润年复合增长率为 18.3%。销售额增长及产能扩张将为关键利润增长动能。
- ▶ 本中心给予理文造纸买入评级，系因其估值具有吸引力，即使近期股价上涨，估值也仍不高。

**公司简介：** 理文造纸是中国第二大箱板纸生产商。公司生产箱板纸、牛皮纸、瓦楞纸芯以及纸巾。公司在中国、越南均有生产基地。

股价相对香港恒生指数表现



<b>市值</b>	<b>HK\$46,069.7 百万元</b>
<b>六个月平均日成交量</b>	<b>HK\$76.4 百万元</b>
<b>流通在外股数(百万股)</b>	<b>4,516.6</b>
<b>自由流通股数比例</b>	<b>30.7%</b>
<b>大股东：持股比例</b>	<b>李氏家族, 69.3%</b>
<b>净负债比率 (2017F)</b>	<b>57.2%</b>
<b>每股净值 (2017F)</b>	<b>HK\$4.80</b>
<b>市净率 (2017F)</b>	<b>2.13 倍</b>

简明损益表(HK\$百万元)

年初至 12 月	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	18,342	27,546	32,734	36,478
营业利润	3,405	6,043	7,288	8,210
税后净利润*	2,863	4,861	5,999	6,798
每股收益(HK\$)	0.63	1.07	1.33	1.51
每股收益年增长率 (%)	24.2	71.5	23.6	13.3
市盈率 (倍)	16.28	9.49	7.68	6.78
净资产收益率 (%)	16.8	25.2	24.3	21.9
股利收益率 (%)	2.2	3.7	5.2	5.9
每股股利(HK\$)	0.22	0.38	0.53	0.60

\* 归属股东税后净利润

**报告分析师：**
**朱家杰 CFA**

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

## 理文造纸 (2314 HK)

### 估值具有吸引力

**初次纳入研究范围，给予买入评级，目标价 13.90 港元，隐含 36% 上涨空间：** 我们预计理文造纸将受益于 1) 小厂商退出市场；2) 在中国工业用纸行业取得市场份额；3) 产品涨价；以及 4) 纸巾业务快速扩张。

**受益于环保措施收紧：** 中国多个政府部门已经发布指导方针收严环保，导致小型厂商退出市场。到 2020 年，相当于 2016 年末行业总产能 7% 的产能将被关闭。我们认为 2016 年上述因素推动了理文造纸市场份额的扩张。

**产品价格上涨，同业表现亮眼：** 自今年 4 月初起，理文造纸箱板纸及涂布白板纸平均售价已上涨 13-26%。近期数据显示理文造纸股价与其产品价格呈正相关。今年 8 月荣成纸业销售及营业利润率增长同样强劲。

**2017-19 年净利润增长将受销售额带动：** 本中心 2017-19 年净利润增长预估（年复合增长率 18.3%）主要受销售额而非利润率扩张带动。我们预计 2017-19 年总销售额年复合增长率为 15.1%。

**投资风险：** 包括原材料价格波动、外汇风险以及潜在新股发行。

**估值：** 本中心目标价系根据本中心现金流折现估值（加权平均资本成本：9.8%）及市盈率估值（9.5 倍，为过去五年市盈率均值）平均计算得出。本中心目标价分别隐含 2018/19 年预期市盈率 10.5 倍/9.2 倍。理文造纸自 2012 年 11 月以来市盈率均值加一个标准差为 10.9 倍。

### 分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考量因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

## 初次纳入研究范围，给予买入评级

我们首次将理文造纸纳入研究范围，给予买入评级和目标价 13.9 港元，较目前股价隐含 36% 的上涨空间。由于公司财年截至 12 月 31 日，我们选择 2018 年作为估值基础。

图 1：理文造纸估值一览

估值法	加权平均资本成本 (%) / 市盈率(倍)	隐含目标价(港元)
现金流折现估值	9.8%	15.1
市盈率估值	9.5 倍	12.7
平均		13.9 (四舍五入)

资料来源：元大预估

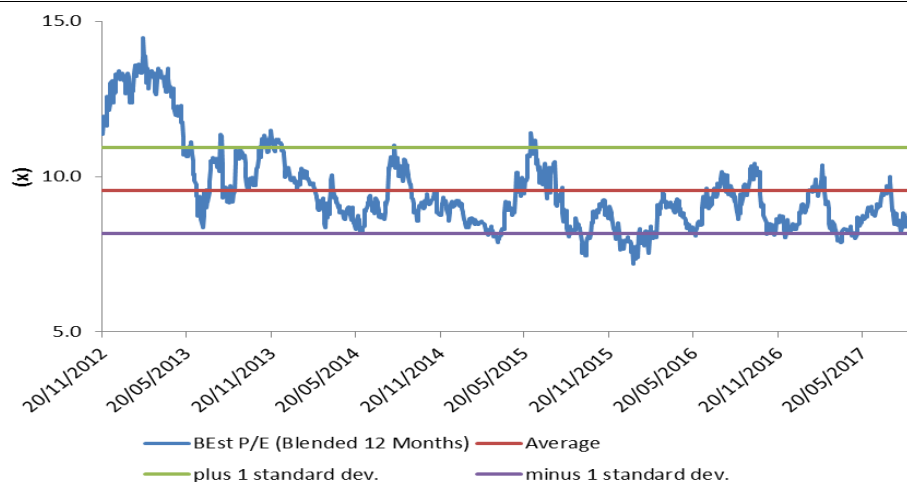
本中心目标价隐含 36% 的绝对上涨空间。

本中心现金流折现估值目标价为 15.1 港元，系基于加权平均资本成本 9.8%，贝塔值 1.4 倍和终期增长率 2%。我们认为终期增长率为 2% 较为合理，系因中国造纸产业的长期需求增长亦为 2%。贝塔值 1.4 倍为该股自 2003 年挂牌上市以来的调整后平均值。

理文造纸过去 5 年股价平均相当于 9.5 倍市盈率。根据该估值基准，本中心依据 2018 年预估值得到市盈率目标价 12.7 港元。

本中心目标价系根据现金流折现估值和市盈率估值平均计算得出。因此，本中心目标价 13.9 港元（四舍五入）隐含 2018/19 年预期市盈率 10.5 倍/9.2 倍。理文 2012 年 11 月以来市盈率加一个标准差为 10.9 倍。

图 2：理文 - 市盈率标准差



资料来源：Bloomberg、元大预估

### 受惠于小型厂商的退出与产品涨价

本中心认为公司将受惠于小型厂商的退出(系因环保管控措施趋严)以及产品涨价。此外，我们预估公司 2016-2019 年将扩产 8.7%。根据港交所信息，理文总发行股数的 0.91% 为投资人透过沪/深港通所持有，玖龙纸业则为 1.47%。换言之，中国投资人对理文的持有率相对较低。鉴于本中心目标价隐含 36% 的上涨空间，我们首次给予该股买入评级。

## 资产负债表

年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
现金与短期投资	2,959	1,274	1,965	4,789	9,789
存货	3,092	2,914	4,730	5,586	6,058
应收帐款及票据	3,523	3,613	5,283	6,278	6,996
其他流动资产	1,468	1,391	1,928	2,306	2,645
<b>流动资产</b>	<b>11,042</b>	<b>9,193</b>	<b>13,906</b>	<b>18,958</b>	<b>25,488</b>
长期投资	96	96	120	120	120
固定资产	23,351	24,312	26,912	27,312	28,312
什项资产	1,110	1,399	1,411	1,411	1,411
<b>其他资产</b>	<b>24,557</b>	<b>25,807</b>	<b>28,444</b>	<b>28,844</b>	<b>29,844</b>
<b>资产总额</b>	<b>35,599</b>	<b>35,000</b>	<b>42,349</b>	<b>47,802</b>	<b>55,331</b>
应付帐款及票据	2,251	2,555	3,895	4,600	5,109
短期借款	5,250	4,240	5,055	4,055	4,055
什项负债	947	1,169	1,448	1,696	1,920
<b>流动负债</b>	<b>8,449</b>	<b>7,964</b>	<b>10,398</b>	<b>10,351</b>	<b>11,083</b>
长期借款	9,012	9,307	9,307	8,807	8,807
其他负债及准备	902	907	961	961	961
<b>长期负债</b>	<b>9,914</b>	<b>10,213</b>	<b>10,268</b>	<b>9,768</b>	<b>9,768</b>
<b>负债总额</b>	<b>18,363</b>	<b>18,177</b>	<b>20,665</b>	<b>20,119</b>	<b>20,851</b>
股本	114	114	114	114	114
资本公积	4,775	2,434	2,434	2,434	2,434
保留盈余	12,346	14,275	19,136	25,135	31,932
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>17,236</b>	<b>16,823</b>	<b>21,684</b>	<b>27,683</b>	<b>34,480</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期净利润	2,332	2,863	4,861	5,999	6,798
折旧及摊提	871	943	1,019	1,121	1,234
本期营运资金变动	339	875	(1,897)	(897)	14
其他营业资产	(128)	(136)	298	318	312
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>3,413</b>	<b>4,545</b>	<b>4,282</b>	<b>6,540</b>	<b>8,357</b>
资本支出	(3,000)	(3,501)	(3,600)	(1,400)	(2,000)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	14	(207)	0	0	0
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(2,986)</b>	<b>(3,708)</b>	<b>(3,600)</b>	<b>(1,400)</b>	<b>(2,000)</b>
股本变动	(411)	(199)	0	0	0
本期负债变动	1,523	(619)	0	0	0
其他调整数	(739)	(934)	926	(1,307)	(246)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>372</b>	<b>(1,752)</b>	<b>926</b>	<b>(1,307)</b>	<b>(246)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>800</b>	<b>(915)</b>	<b>1,608</b>	<b>3,833</b>	<b>6,111</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>427</b>	<b>837</b>	<b>682</b>	<b>5,140</b>	<b>6,357</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>营业收入</b>	<b>17,616</b>	<b>18,342</b>	<b>27,546</b>	<b>32,734</b>	<b>36,478</b>
销货成本	(14,037)	(14,261)	(20,310)	(23,988)	(26,639)
<b>营业毛利</b>	<b>3,578</b>	<b>4,081</b>	<b>7,236</b>	<b>8,746</b>	<b>9,839</b>
营业费用	(1,069)	(1,127)	(1,694)	(2,013)	(2,243)
<b>营业利润</b>	<b>2,932</b>	<b>3,405</b>	<b>6,043</b>	<b>7,288</b>	<b>8,210</b>
利息收入	10	18	8	17	36
利息费用	(155)	(167)	(167)	(163)	(154)
利息收入净额	(145)	(149)	(159)	(146)	(118)
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(37)	98	(97)	0	0
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	2,750	3,354	5,787	7,141	8,092
所得税费用	(418)	(491)	(926)	(1,143)	(1,295)
<b>税后净利润*</b>	<b>2,332</b>	<b>2,863</b>	<b>4,861</b>	<b>5,999</b>	<b>6,798</b>
税前息前折旧摊销前净利	3,803	4,349	7,062	8,409	9,444
每股收益 (HK\$)	0.50	0.63	1.07	1.33	1.51
每股收益 - 调整员工分 红 (HK\$)	0.50	0.63	1.07	1.33	1.51

资料来源：公司资料、元大

\*归属于股东净利润

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	3.0	4.1	50.2	18.8	11.4
营业利润	24.1	16.1	77.5	20.6	12.7
税前息前折旧摊销前净	18.5	14.3	62.4	19.1	12.3
税后净利润	22.4	22.8	69.8	23.4	13.3
每股收益	23.93	24.23	71.50	23.62	13.32
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	20.3	22.2	26.3	26.7	27.0
营业利润率	16.6	18.6	21.9	22.3	22.5
税前息前 折旧摊销前净利率	21.6	23.7	25.6	25.7	25.9
税后净利润率	13.2	15.6	17.6	18.3	18.6
资产报酬率	6.6	8.1	12.6	13.3	13.2
净资产收益率	13.4	16.8	25.2	24.3	21.9
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	82.7	80.5	66.2	46.5	37.3
净现金(负债)权益比 (%)	(65.6)	(73.0)	(57.2)	(29.2)	(8.9)
利息保障倍数 (倍)	18.8	21.1	35.6	44.7	53.4
利息及短期债	0.5	0.8	1.1	1.7	2.0
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	22.0	27.2	25.6	40.0	54.1
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.6	1.0	0.8	1.6	2.0
流动比率 (倍)	1.3	1.2	1.3	1.8	2.3
速动比率 (倍)	0.9	0.8	0.9	1.3	1.8
净负债 (HK\$ 百万元)	11,304	12,273	12,397	8,073	3,072
每股净值 (HK\$)	3.76	3.70	4.80	6.13	7.63
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	20.2	16.3	9.5	7.7	6.8
股价自由现金流量比	110.4	55.7	67.7	9.0	7.2
市净率	2.7	2.8	2.1	1.7	1.3
股价税前息前折旧摊销 前净利比	12.4	10.7	6.5	5.5	4.9
股价营收比	2.7	2.5	1.7	1.4	1.3

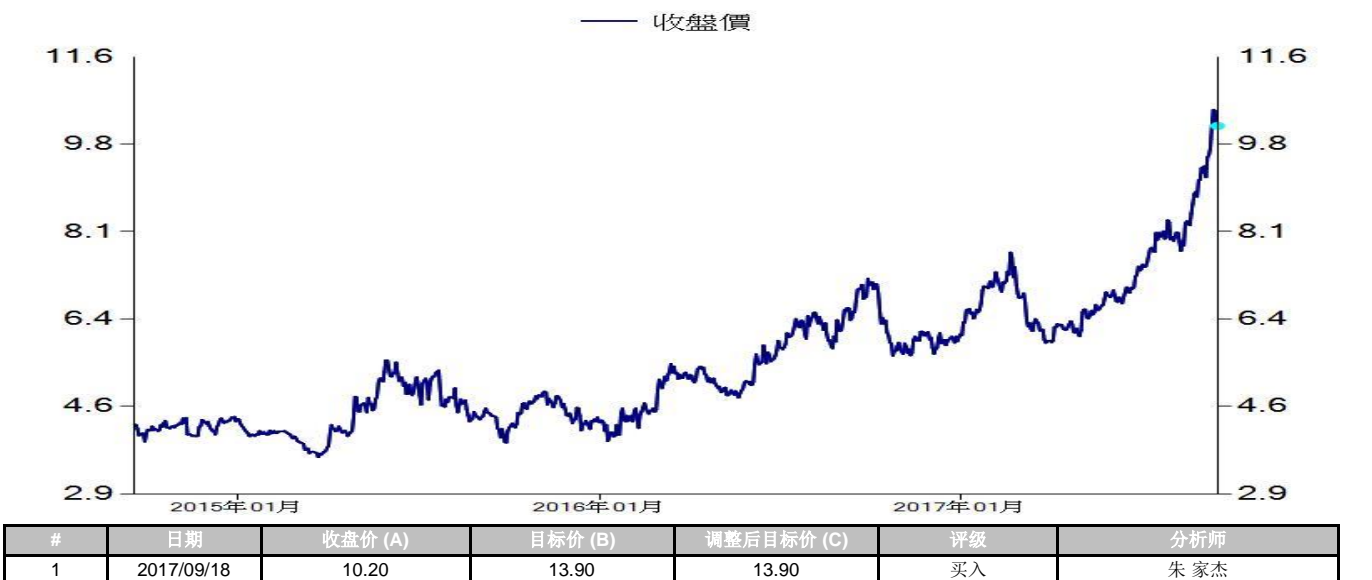
资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 理文造纸 (2314 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	159	35%
持有-超越同业	95	21%
持有-落后同业	19	4%
卖出	4	1%
评估中	178	39%
限制评级	2	0%
总计：	457	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价资讯以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2017 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般资讯，文中所载资讯或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资标的之要约或要约之引诱。报告资料之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资标的，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对资料之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细资料之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名

元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细资料之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部

元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼