

发布盈利预警，利润率创近十年新低

华泰研究

2022年7月26日 | 中国香港

动态点评

造纸

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

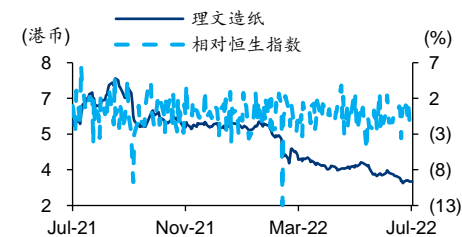
6.00

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099
联系人	李现
SAC No. S0570120120038	lixian017695@htsc.com
SFC No. BQQ699	+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	6
收盘价(港币)截至7月25日)	3.01
市值(港币百万)	12,993
6个月平均日成交额(港币百万)	29.45
52周价格范围(港币)	2.93-7.59
BVPS(港币)	7.17

股价走势图



资料来源: S&P

需求疲软导致 1H22 业绩不佳

理文造纸发布 1H22 盈利预警。管理层预计净利润同比下降 59% 左右。我们预计 1H22 吨净利在 271 港币/吨, 为 2013 年以来上半年最低水平。1H22 盈利能力较差, 主要因为经济下行叠加疫情防控措施收紧, 导致需求疲软。考虑到需求有望温和复苏但供给加速, 我们预计 2H22 供需仍将面临挑战, 公司盈利能力仅能小幅季节性回升。我们将 2022/2023/2024 年净利润下调 55%/61%/65%, 以反映 1H22 疲软的业绩表现, 以及 2023 年包装纸行业前景转差预期。我们将目标价下调 27% 至 6.0 港币 (前值: 8.18 港币), 基于 0.8 倍 2022-2023 年平均 PB, 比该股自 2010 年以来的均值小 1 个标准差, 主因包装纸行业供需面临挑战。我们认为目前估值有吸引力, 维持“买入”。FY22/23/24 年 EPS 预测为 0.41/0.41/0.41 港币。

需求或小幅回升, 新增供给较多, 短期或难见起色

因受疫情防控重创, 2Q22 箱纸板需求疲软, 我们预计这一状态有望在 2H22 边际改善。不过, 我们预计需求仅能小幅改善, 主要考虑到以下因素: 1) 房地产行业大幅下行; 2) 收入前景不佳, 消费者信心或下滑; 以及 3) 发达国家经济降温, 可能影响出口需求。供给侧, 我们预计 2022 年新增产能或提速, 达到 660 万吨 (1H22: 新增 170 万吨; 2021: 新增 310 万吨)。大量的小造纸厂因盈利能力不高, 以较低的产能利用率维持运营, 但我们预计行业供需仍将面临挑战, 短期难见起色。

资产负债表和成本好于同行, 估值便宜

考虑到行业供需状况, 我们预计 2022 年理文造纸吨净利将持续承压, 2H22 或小幅季节性回升。公司当前股价对应 0.4 倍 22 年 PB, 较 2010 年以来的 PB 均值减一个标准差有 50% 的折价, 我们认为这表明需求疲软前景已基本反映在股价当中。我们认为公司优异的经营管理能力、相比于同行的优势以及健康的资产负债表有望帮助其度过行业寒冬。目前估值有吸引力, 维持“买入”。

风险提示: 房地产行业政策超预期收紧; 疫情管控持续时间长于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (港币百万)	25,868	32,511	32,851	32,851	32,851
+/-%	(4.70)	25.68	2.00	4.00	(100.00)
归属母公司净利润 (港币百万)	3,524	3,123	1,765	1,767	1,771
+/-%	8.91	(11.38)	(43.00)	0.00	0.00
EPS (港币, 最新摊薄)	0.81	0.72	0.41	0.41	0.41
ROE (%)	13.51	10.50	5.62	5.49	5.35
PE (倍)	3.72	4.19	7.41	7.38	7.36
PB (倍)	0.46	0.42	0.41	0.40	0.39
EV EBITDA (倍)	4.39	7.23	7.12	7.44	12.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法和风险提示

我们将目标价下调 27% 至 6.0 港币，基于 0.8 倍 2022-2023 年平均 PB，比该股自 2010 年的历史均值小 1 个标准差，主因包装纸行业供需面临挑战。我们的前目标价 8.18 港币基于 9 倍 PB，2022 年 EPS 预测前值。

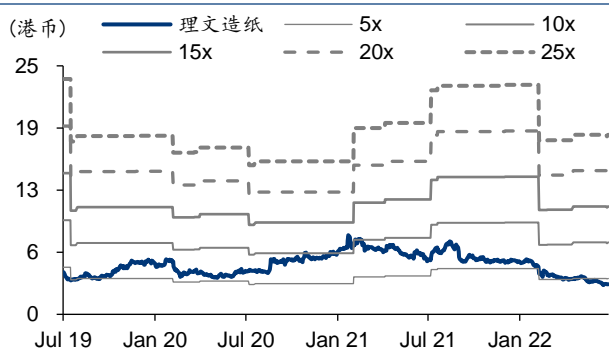
风险提示：房地产行业政策超预期收紧；疫情管控持续时间长于预期。

图表1：主要假设变化

目标价 (港币)	调整后	调整前	%变化幅度	FY2022E			FY2023E			FY2024E		
				调整后	调整前	%变化幅度	调整后	调整前	%变化	调整后	调整前	%变化
销量 (000 tonnes)	6,289	6,389	-2%	6,289	6,389	-2%	6,289	6,389	-2%	6,289	6,389	-2%
吨净利 (HKD/t)	281	616	-54%	281	710	-60%	281	802	-65%	281	802	-65%
净利润 (HKD mn)	1,765	3,938	-55%	1,767	4,539	-61%	1,771	5,125	-65%	1,771	5,125	-65%

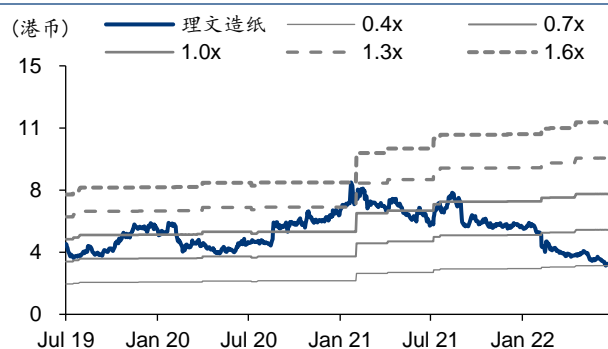
资料来源：华泰研究预测

图表2：理文造纸 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：理文造纸 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,868	32,511	32,851	32,851	32,851
销售成本	(20,120)	(26,808)	(28,694)	(28,694)	(28,694)
毛利润	5,748	5,703	4,157	4,157	4,157
销售及分销成本	(717.62)	(1,009)	(1,019)	(1,019)	(1,019)
管理费用	(1,164)	(1,564)	(1,581)	(1,581)	(1,581)
其他收入/支出	840.21	723.61	731.16	731.16	731.16
财务成本净额	(385.00)	(59.00)	(78.00)	(76.00)	(72.00)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	4,321	3,794	2,210	2,212	2,216
税费开支	(668.96)	(542.52)	(316.00)	(316.35)	(316.91)
少数股东损益	129.00	129.00	129.00	129.00	129.00
净利润	3,524	3,123	1,765	1,767	1,771
折旧和摊销	(1,449)	(165.00)	(1,706)	(1,775)	(1,843)
EBITDA	6,155	4,018	3,952	4,021	2,288
EPS (港币, 基本)	0.81	0.72	0.41	0.41	0.41

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	4,350	5,705	5,057	5,705	5,057
应收账款和票据	6,368	7,219	6,510	7,219	6,510
现金及现金等价物	1,185	1,909	5,741	7,100	11,513
其他流动资产	99.39	169.43	89.00	89.00	89.00
总流动资产	12,003	15,003	17,477	20,193	23,250
固定资产	31,891	33,905	35,199	36,425	37,581
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	2,907	3,546	3,546	3,546	3,546
总长期资产	34,798	37,451	38,745	39,970	41,127
总资产	46,800	52,454	56,223	60,164	64,377
应付账款	3,187	3,413	3,548	3,414	3,548
短期借款	5,255	8,675	12,094	15,514	18,933
其他负债	142.52	102.35	102.35	102.35	102.35
总流动负债	8,585	12,190	15,745	19,030	22,584
长期债务	6,072	5,386	4,886	4,586	4,286
其他长期债务	1,394	1,474	1,474	1,474	1,474
总长期负债	7,465	6,860	6,360	6,060	5,760
股本	108.67	108.29	108.29	108.29	108.29
储备/其他项目	28,311	30,964	31,578	32,534	33,493
股东权益	28,420	31,072	31,687	32,643	33,601
少数股东权益	2,330	2,331	2,331	2,331	2,331
总权益	30,750	33,403	34,018	34,974	35,932

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	3.72	4.19	7.41	7.38	7.36
PB	0.46	0.42	0.41	0.40	0.39
EV EBITDA	4.39	7.23	7.12	7.44	12.50
股息率 (%)	8.30	10.97	6.20	6.23	6.24
自有现金流收益率 (%)	(17.73)	5.01	16.67	(5.77)	17.72

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	6,155	4,018	3,952	4,021	2,288
融资成本	385.00	59.00	78.00	76.00	72.00
营运资本变动	(1,503)	(514.00)	1,492	(1,492)	1,492
税费	(668.96)	(542.52)	(316.00)	(316.35)	(316.91)
其他	(783.04)	(228.48)	(173.00)	(281.31)	1,508
经营活动现金流	3,585	2,792	5,033	2,007	5,043
CAPEX	(6,250)	(2,313)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
其他投资活动	(66.00)	(1,194)	26.00	44.00	63.00
投资活动现金流	(6,316)	(3,507)	(2,974)	(2,956)	(2,937)
债务增加量	(1,009)	2,687	2,920	3,120	3,120
权益增加量	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,089)	(1,434)	(1,151)	(811.00)	(813.00)
其他融资活动现金流	8.00	182.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(2,090)	1,434	1,769	2,308	2,307
现金变动	(4,821)	719.00	3,827	1,359	4,413
年初现金	2,919	1,185	1,909	5,741	7,100
汇率波动影响	0.00	4.00	4.00	0.00	0.00
年末现金	1,185	1,909	5,741	7,100	11,513

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	(4.70)	25.68	2.00	4.00	(100.00)
毛利润	13.00	(1.00)	(27.00)	0.00	0.00
营业利润	14.50	(18.10)	(40.60)	0.00	0.00
净利润	8.91	(11.38)	(43.00)	0.00	0.00
EPS	9.30	(11.26)	(43.48)	0.41	0.23
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	22.00	18.00	13.00	13.00	13.00
EBITDA	23.79	12.36	12.03	12.24	6.96
净利润率	13.62	9.61	5.37	5.38	5.39
ROE	13.51	10.50	5.62	5.49	5.35
ROA	7.81	6.29	3.25	3.04	2.84
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	35.69	39.11	35.47	39.83	34.84
流动比率	1.40	1.23	1.11	1.06	1.03
速动比率	0.89	0.76	0.79	0.76	0.81
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.57	0.66	0.60	0.56	0.53
应收账款周转天数	84.80	75.23	75.23	75.23	75.23
应付账款周转天数	59.68	44.32	43.67	43.67	43.67
存货周转天数	70.86	67.52	67.52	67.52	67.52
现金转换周期	95.98	98.43	99.07	99.07	99.07
每股指标 (港币)					
EPS	0.81	0.72	0.41	0.41	0.41
每股净资产	6.53	7.15	7.29	7.54	7.76

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 龚劼、王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
增持： 预计股价超越基准5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准15%以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司