



Company Report: Lee & Man Chemical (00746 HK)

公司报告: 理文化工 (00746 HK)

中文版 Chinese version

Gary Wong 黄家玮

(852) 2509 2616

gary.wong@gjtjas.com.hk

27 December 2023

新材料业务驱动新一轮增长，首予“买入”

- **评级及目标价:** 首予“买入”评级，目标价 4.30 港元，对应 7.4 倍/3.8 倍/2.9 倍 2023/2024/2025 年市盈率。
- **我们的观点:** 1) 理文化工（理文化工或“公司”）被误认为是一家生产同质化低端产品的传统化工公司；2) 理文化工的产品矩阵正在改善，相比同业对经济周期的敏感性较低。
- **投资主题:** 理文化工以前是一家基础化学品生产商，但由于其向高潜力的新材料市场扩张，其估值被严重低估。尽管其过去主要依赖像氢氧化钠和过氧化氢这样的化学品，但最近涉足锂离子电池添加剂和高端氟聚合物领域，表明公司正在进行转型。预计 2025 年江西和珠海新材料项目竣工后，公司的新材料收入将达到约 47 亿港元（人民币 43 亿元）。一旦其在新材料领域充分发挥潜力，市场很可能会认识到这一差距，从而带来实质性的估值重估。
- **催化剂:** 1) 新材料项目将于 2024 年和 2025 年投产；2) 主要产品价格持续回升，盈利能力提升。
- **风险:** 1) 由于产能大幅增长，未来几年市场竞争可能会更加激烈；2) 电池技术的进步可能会对公司产品的需求产生深远影响。

Rating:

Buy

Initial

评级:

买入 (首次覆盖)

6-18m TP 目标价:

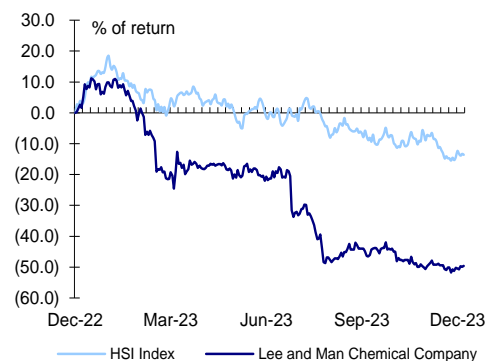
HK\$4.30

Share price 股价:

HK\$2.910

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(0.7)	(10.0)	(51.9)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	5.9	(3.9)	(38.4)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	3.0	3.1	4.4

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(HK\$ m)	(HK\$ m)	(HK\$)	(Δ%)	(x)	(HK\$)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
2021A	5,186	1,288	1.561	156.3	1.9	6.757	0.4	0.580	19.9	25.7
2022A	5,867	1,157	1.402	(10.2)	2.1	6.828	0.4	0.550	18.9	20.6
2023F	4,427	480	0.581	(58.6)	5.0	6.859	0.4	0.170	5.8	8.5
2024F	5,167	937	1.136	95.5	2.6	7.825	0.4	0.300	10.3	15.5
2025F	6,215	1,229	1.489	31.1	2.0	9.014	0.3	0.400	13.7	17.7
Shares in issue (m) 总股数 (m)				825.0	Major shareholder 大股东				Mr. Lee Man Yan 65.0%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				2,400.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)					25.0
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				75.1	FY23 Net gearing (%) FY23 净负债/股东资金 (%)					12.5
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				6.900 / 2.830	FY23 Est. NAV (HK\$) FY23 每股估值 (港元)					11.9

Source: the Company, Guotai Junan International.

目录

1. 核心观点	3
2. 公司简介	4
2.1 公司背景	4
2.2 商业策略	6
2.3 竞争格局	6
2.4 竞争优势	8
3. 市场忽视的关键点	9
3.1 理文化工的新材料产品贡献显著且不断增加	9
3.2 理文化工的商业模式对经济周期具有更强的韧性	9
4. 核心投资逻辑	9
4.1 2025年起新材料收入将大幅增长	9
4.2 新材料业务被严重低估	10
5. 催化剂	10
5.1 新材料项目预计于2024年和2025年投产	10
5.2 主要产品价格持续回升，盈利能力提升	10
6. 盈利预测及投资评级	11
6.1 盈利预测	11
6.2 估值及投资评级	13
7. 风险因素	15

1. 核心观点

盈利预测及目标价

我们预计理文化工（理文化工或“公司”，00746 HK）2023/2024/2025 年每股盈利分别为 0.581 港元/1.136 港元/1.489 港元，同比增长（58.5%）/ 95.3% / 31.1%。采用同业比较估值法，我们得出 4.30 港元的目标价，对应 7.4 倍/ 3.8 倍/ 2.9 倍 2023/ 2024/ 2025 年市盈率。首予“买入”评级。

我们的观点

1. 理文化工被误认为是一家生产同质化低端产品的传统化工公司。
2. 理文化工的产品矩阵正在改善，相比同业对经济周期的敏感性较低。

投资主题

1. 预计新材料收入将在 2025 年开始显著增加。
2. 新材料业务被严重低估。

催化剂

1. 新材料项目计划在 2024 年和 2025 年投产。
2. 主要产品价格持续回升，盈利能力提升。

风险因素

1. 由于产能大幅增长，未来几年市场竞争可能会更加激烈。
2. 电池技术的进步可能会对公司产品的需求产生深远影响。

2. 公司简介

2.1 公司背景

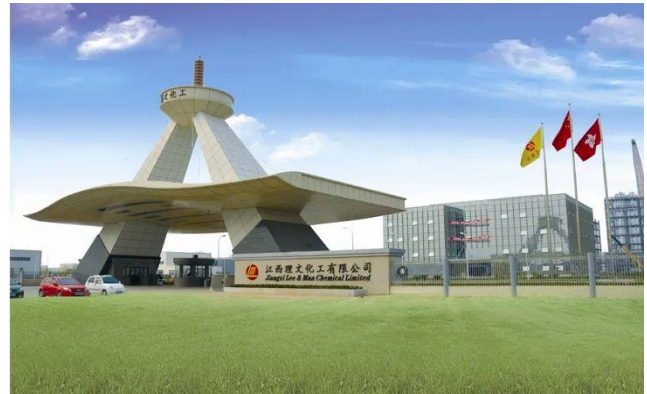
理文化工（理文化工或“公司”，00746.HK）是中国氯化学品和氟化学品领域的主要参与者。最初隶属于理文控股有限公司，公司于2011年成为独立实体，专注化学品业务。理文化工于2008年在中国江苏省常熟市建立了其第一个化学品生产基地。由于业务迅速扩张，公司于2012年在中国江西省瑞昌市建立了第二个生产基地。这两个工厂主要生产氯化物、氟化物和聚合物。2020年公司进一步扩张，在中国广东省珠海市高栏港投资建设新工厂。该工厂专注于生产新材料，包括公司自有的锂电池电解质添加剂。氢氧化钠、氯甲烷产品和聚合物是公司的三大类产品，它们分别在2023年上半年为公司贡献了39.8%、23.4%和13.7%（合计76.9%）的总收入。在2023年上半年，公司生产（包括自用）了约20万吨氯甲烷氯化物，27万吨折百烧碱（氢氧化钠），4,500吨聚四氟乙烯和19.3万吨过氧化氢。

图 1：江苏省生产工厂



资料来源：公司。

图 2：江西省生产工厂



资料来源：公司。

图 3：珠海市生产工厂



资料来源：公司。

图 4：理文化工的商业据点



资料来源：公司。

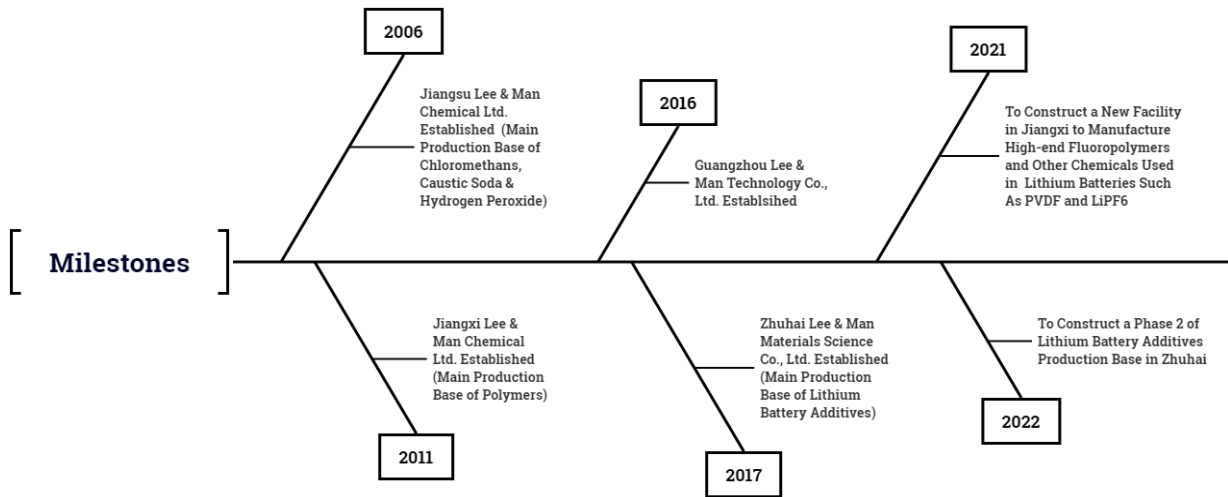
理文化工有 5 大类产品：1) 聚合物，包括聚四氟乙烯（PTFE）、氯化聚氯乙烯（CPVC）和聚全氟乙丙烯（FEP）；2) 基础化学品，包括氢氧化钠、氯甲烷产品、氟化学品、过氧化氢和液化氯；3) 食品和水处理添加剂，包括氢氧化钠和次氯酸钠；4) 纸张添加剂，包括苯丙表面施胶剂；以及 5) 锂离子电池添加剂，包括氟代碳酸乙烯酯（FEC）和碳酸亚乙烯酯（VC）。

表 1: 理文化工的产品矩阵

分类	2023 上半年收入 (港币千元)	占总收入%
烧碱	2,269,352	38.7%
甲烷氯化物	1,509,527	25.7%
氟化工产品	202,483	3.5%
过氧化氢	401,820	6.8%
液化氯	46,093	0.8%
高分子材料	872,716	14.9%
苯丙施胶剂	73,184	1.2%
锂电池添加剂	41,687	0.7%
其它	355,817	6.1%
物业销售	94,358	1.6%
合计	5,867,037	100.0%

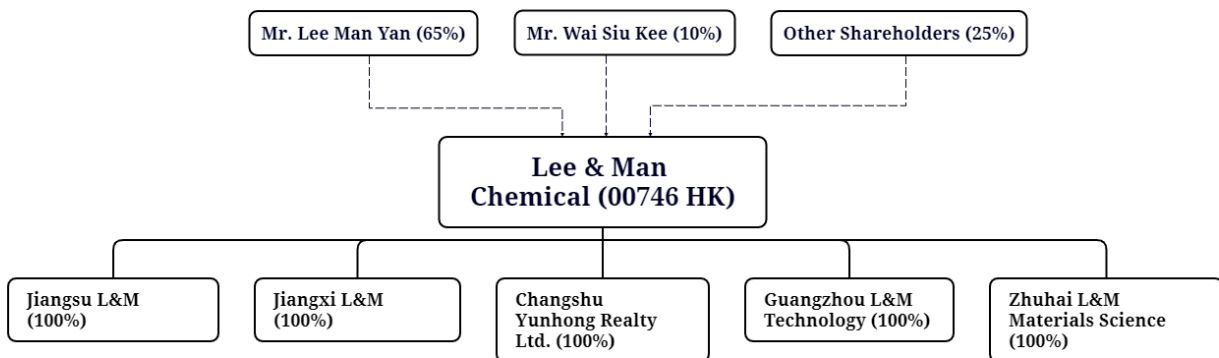
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 5: 理文化工的历史和里程碑



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 6: 理文化工的股权及公司架构



资料来源: 公司、国泰君安国际。

2.2 商业策略

理文化工在上游资源方面有着强大的掌控力。除了一些原材料，如盐、甲醇、萤石和碳酸乙烯酯等，公司能够独立生产其他用于制造终端产品的原材料。对于那些不能自主生产的材料，公司已建立坚实的战略合作伙伴关系，以确保在价格和供应方面实现可持续发展。此外，对于像萤石这样的有限资源，该资源仅分布在中国部分地区，比如江西省，公司战略性地将其制造基地设在瑞昌市，距离中国最大的萤石矿之一所在的德安县仅 100 公里。这一战略确保了公司在生产成本上的优势和原材料供应的稳定性。

理文化工秉持低成本和低杠杆的经营理念。除了通过自主生产一些原材料和建造自备发电厂来降低成本外，公司通过从其姊妹公司理文造纸 (02314 HK) 购买更便宜的电力以及与其共享货运码头等措施，进一步降低了成本。此外，公司严格避免了像其他同行一样通过规模经济来盲目扩大产能以降低生产成本的做法，只有在新项目能够与现有产品形成协同效应，使公司能够独立、经济地生产所需的上游原材料时，才会增加投资。多年来，这使公司避免了大量不必要的资本支出，并使公司能够保持比同行更低的杠杆，为公司提供了比同行更大的业务和财务灵活性。

理文化工坚持稳健发展并寻求机会性增长的原则。从生产造纸所需的化学产品，如氢氧化钠和氯甲烷开始，公司通过持续投资研发和技术设备逐渐扩展到氟化物、氯化物、聚合物、锂电池电解质及其添加剂等领域。公司始终坚持“巩固一个，发展一个”的理念，在坚定地保持传统业务的同时积极探索具有协同效应的新业务。公司明智地避免了在竞争激烈的市场上过度投资，更好地利用自由现金实现长期增长。

2.3 竞争格局

传统化学品产品 – 1. 烧碱（氢氧化钠）

氢氧化钠的最大终端用户是氧化铝生产，占总消耗的 31%。氢氧化钠的主要终端用户包括氧化铝生产、其他化工行业和造纸业，它们分别贡献了总消耗的 31%、18%和 12%。此外，印染行业和轻工业也是主要的消费者，分别占总消耗的 9%和 8%。

理文化工是江西和江苏主要的氢氧化钠生产商。截至 2022 年，中国的氢氧化钠产能约为 46.58 百万吨/年，共有 163 家氢氧化钠公司，其中只有四家产能超过 100 万吨/年，合计约占全国产能的 10%。有 20 家公司的产能在 50 万吨/年到 100 万吨/年之间，占全国产能的 28%。在全国范围内，前十家公司持有的产能不到全国产能的 20%，显示了相对分散的竞争格局。理文化工的氢氧化钠产能约为 57 万吨/年，占全国总量的约 1.2%。然而，在江西和江苏市场，它们的氢氧化钠产能分别约为 130 万吨/年和 420 万吨/年，理文化工实际上占据了各自省份总产能的 23%和 6.5%，是这两个省份的关键生产商。

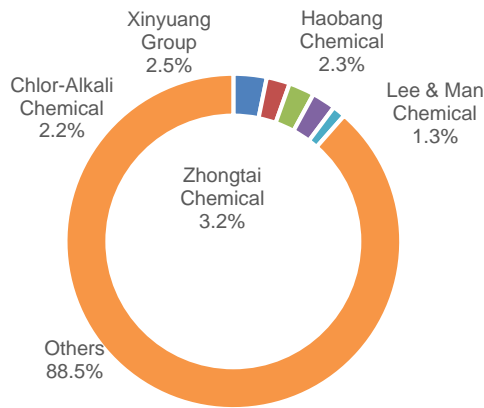
由于环保监管更加严格，理文化工受益于市场集中度的持续增加。2022 年 2 月，国家发改委发布了《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》。该文件规定，到 2025 年，氢氧化钠行业产能超过能效基准的比例应达到 40%，而低于基本能效水平的产能应被基本淘汰。然而，截至 2020 年底，只有约 15%的氢氧化钠行业产能超过了能效基准，大约 25%的产能低于基本水平。在追求“双碳”目标和化工行业高质量发展的背景下，通过市场竞争、减量置换，淘汰落后产能。这将限制新供应的引入。理文化工已经采取措施通过采用节能、环保的先进技术和设备来降低单位产品能耗。公司利用先进的节能设备和技术，如膜极电解池，利用成品的余热，并优化冷水系统以最小化能耗。通过定期的审计和碳排放测试，公司不断完善其节能策略，因此其碳足迹比同行业同行低约 6%。作为少数超过基准水平的公司之一，它将受益于由于加强环保要求而导致的市场集中度不断增加。

传统化学品产品 – 2. 甲烷氯化物

中国的甲烷氯化物市场相对集中，理文化工是全国主要生产商之一。甲烷氯化物包括氯化甲烷 (CH₃Cl)、二氯甲烷 (CH₂Cl₂)、三氯甲烷 (CHCl₃) 和四氯化碳 (CCl₄)，是一种具有高化学稳定性和热稳定性的重要有机合成原料，因此广泛用于制药、电子产品、制冷剂、泡沫塑料等领域。2022 年，中国甲烷氯化物的产能约为 375 万吨/年，前五家公司持有总国内产能的 54.1%，而前十家公司则持有 87.7%，显示甲烷氯化物市场相对集中。理文化工的产能约为 41 万吨/年，占全国总量的约 11%，使其成为主要生产商之一。

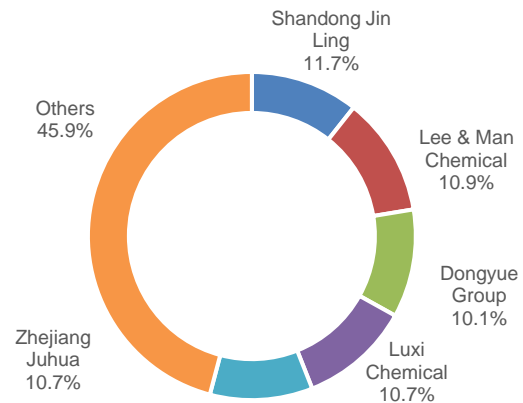
随着《蒙特利尔议定书》基加利修正案的实施，市场集中度继续上升。2023 年 11 月，生态环境部根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案（《议定书》）要求，印发《2024 年氢氟碳化合物配额总量设定和分配方案》，设定 2024 年氢氟碳化合物生产配额。2024 年二氧化碳排放量为 18.53 亿吨。制冷剂公司不得超过其 HFC（氢氟碳化合物，第三代制冷剂）生产配额。为了获得更大的配额，企业在基准年（2020-2022 年）大幅扩大了产能。在短期内，由于先前的扩张计划，行业的产能将激增。然而，从长远来看，随着配额的逐渐减少，一些较小、分散的产能将逐渐淘汰，导致行业产能在领先公司中集中，并缓解过剩供应的问题。理文化工在氯甲烷生产过程中安装了将四氯化碳转化为三氯甲烷的装置，从而将所有破坏臭氧层的物质转化为其他产品，有效实现了零四氯化碳排放，严格遵守了《议定书》，并将继续成为能够在市场上长期存在的少数主要参与者之一。

图 7：中国氢氧化钠市场分析（按产能计）



资料来源：公司、中国氯碱工业协会、国泰君安国际。

图 8：中国氯甲烷产品市场分析（按产能计）



资料来源：公司、观研报告、国泰君安国际。

新材料产品 – 1. 高分子材料（聚合物）

聚四氟乙烯（PTFE）市场相对集中，前五家公司持有总产能的 74.4%。聚四氟乙烯（PTFE）是理文化工聚合物产品中的主要产品，约占聚合物收入的 87% 左右。PTFE 以其出色的电气绝缘性能、高温抗性和化学稳定性而闻名，广泛用于各种高温、高腐蚀性的设备、阀门、管件等。此外，PTFE 在电子电气行业中有广泛的应用，包括但不限于电线电缆制造、电池电极和隔膜、基站建设以及雷达等。随着技术的迅猛发展，特别是在 5G 和半导体技术方面，对高性能电子材料的需求正在增长。2022 年，中国 PTFE 的产能约为 19.1 万吨/年，前五家公司持有总产能的 74.4%，表明市场集中度较高。理文化工的 PTFE 年产能约为 1.4 万吨/年，约占全国总量的 7.3%，使其成为主要生产商之一。

聚偏二氟乙烯（PVDF）市场也相对集中，前五家公司持有总产能的 66.8%。聚偏二氟乙烯（PVDF）是一种高性能的氟聚合物，广泛用于过滤膜、锂电池粘结剂、耐腐蚀管道、电缆绝缘、医疗设备、建筑涂料、航空航天和汽车零部件、电子传感器等领域，因其优异的化学抗性、耐热性和机械稳定性。根据观研的统计，中国 2022 年的聚偏二氟乙烯产能约为 14.6 万吨/年，前五家公司占比 66.8%，显示市场集中度较高。理文化工正在江西建设一条年产 2 万吨的聚偏二氟乙烯生产线。建成后，将成为中国聚偏二氟乙烯市场的主要制造商之一。

新材料产品 – 2. 锂离子电池材料

六氟磷酸锂（LiPF6）市场相对集中，前五家公司持有总产能的 75.1%。六氟磷酸锂（LiPF6）由于其成熟的制造工艺、相对较低的生产成本、优异的电化学稳定性和高锂离子导电性而广泛用于锂离子电池。据统计，目前电解液中使用的锂盐中有 90% 是 LiPF6。根据 ACMI 的数据，2022 年中国 LiPF6 的产能约为 22 万吨/年，前五家生产商占总产能的 75.1%，显示市场集中度较高。理文化工正在江西建设一条年产 1 万吨的六氟磷酸锂生产线。建成后，将成为中国六氟磷酸锂的主要生产商之一。

碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）市场也相对集中，前五家公司持有总产能的 79.9%。碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）是锂离子电池中常用的添加剂，用于提高电池性能，特别是在电解液中。这些添加剂在阳极上形成稳定的固体电解质界面（SEI）层中发挥着关键作用，这对于电池的长期稳定性和效率至关重要。2022 年，中国 FEC 的总产能约为 3 万吨/年，其中前五家生产商的产能占比 79.9%，显示市场集中度较高。理文化工在珠海已建设并正在建设 FEC 和其他添加剂生产线，年产能将近 5,000 吨。建成后，将成为中国的主要制造商之一。

图 9：中国聚四氟乙烯市场分析（按产能计）

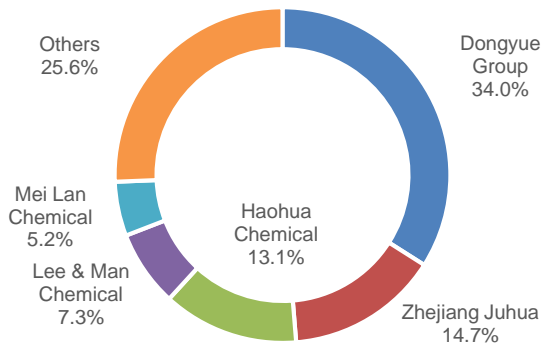
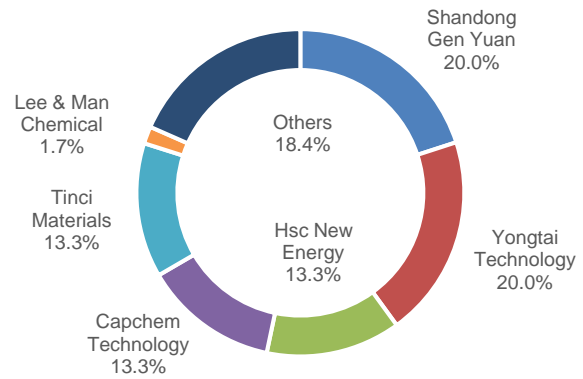


图 10：中国氟乙烯碳酸酯市场分析（按产能计）



资料来源：公司、智研咨询、国泰君安国际。

资料来源：公司、6chem.com、国泰君安国际。

2.4 竞争优势

根据波特五力模型，化学品市场的竞争强度处于中等水平，这是由于其分散型性质所致。市场参与者或潜在新进入者必须遵守非常严格的环保法规，需要在废物处理设施方面进行大量投资，并在制造设施方面进行大规模资本支出，以降低生产成本以保持竞争力，无论是对于基础化学品产品还是新材料产品。然而，基础化学品产品如氢氧化钠和过氧化氢在性质上相对均匀，制造商主要基于价格竞争，而新材料产品如高端氟聚合物和电池添加剂产品（如氟代碳酸乙烯酯和碳酸亚乙烯酯）则有相对高质量的生产商，具备所需的技术知识，市场集中度相对较高。我们评估化学品市场相当分散，总体竞争水平处于中等水平。

表 2：用于市场竞争分析的波特五力模型

区域	级别	说明
市场竞争	<ul style="list-style-type: none"> 对于基础化学品而言，竞争激烈 对于高端和新材料而言，竞争中等 	<ul style="list-style-type: none"> 氢氧化钠产品的 CR10 在 20%以下，竞争激烈，主要基于价格 氯甲烷产品的 CR10 超过 87%，竞争相对有限 聚四氟乙烯（主要的氟聚合物产品）的 CR5 超过 74%，竞争相对有限 六氟磷酸锂的 CR4 超过 75%，竞争相对有限
新进入者的潜力	低至中等	<ul style="list-style-type: none"> 基础化学品如氢氧化钠和过氧化氢的技术知识较低。然而生产基地需要大量资本支出和持续投资以保持竞争力 新材料如高端氟聚合物和锂电池添加剂（如氟代碳酸乙烯酯和碳酸亚乙烯酯）的技术知识较高，加上大规模资本支出 新进入者必须遵守非常严格的环保法规，需要在废物处理设施方面进行大量投资
供应商能力	低至中等	<ul style="list-style-type: none"> 原材料如原盐、甲醇和氯化碳酸乙烯酯在市场上有许多供应商 拥有自己的发电厂，并从理文造纸购买一部分电力，减少对电网的依赖 一些原材料如萤石只在一些地区（如江西）有限的矿山分布
客户能力	高	<ul style="list-style-type: none"> 主要产品如氢氧化钠、氯甲烷和过氧化氢在不同生产商之间基本上是同质的 市场上有许多这些产品的生产商，如理文化工 这些产品的市场价格是透明的
替代品威胁	低至中等	<ul style="list-style-type: none"> 主要产品如氢氧化钠、氯甲烷和过氧化氢是作为其他化学产品的原材料的非常基础的化学品，没有近似替代品 新产品如氟代碳酸乙烯酯和碳酸亚乙烯酯存在潜在的替代品，但短期内这些替代品并不经济

资料来源：公司、中国氯碱工业协会、智研咨询、6chem.com、观研报告、国泰君安国际。

尽管如此，我们认为公司具有三个竞争优势，使其能够在竞争中保持领先地位。1) 成本优势；2) 技术优势；和 3) 原材料优势。

- 1. 成本优势。**在竞争激烈的基础化学产品行业，严格控制成本的公司比竞争对手具有明显的优势。理文化工通过自己生产大部分原材料并经营自备发电厂和蒸汽设施实现了卓越的成本控制。此外，公司在江苏省常熟市的生产基地从理文造纸购买电力，其价格低于国家电网（平均低于市场价 30%），从而实现了可观的年度节省。此外，与理文造纸共享的瑞昌市和常熟港两个专属码头具有独特的物流优势，进一步降低了运输成本。
- 2. 技术优势。**理文化工拥有一个由中国科学院院士和杰出有机化学专家领导的卓越研发团队。他们在江苏常熟的研究所设有 21 个实验室，专注于有机氯、有机氟化学品、特种涂料和精细化学品的研发。他们还在广州南沙设有研发实验室，主要从事锂电池电解质添加剂（如氟代碳酸乙烯酯）的研发。这个研发团队推动了公司的关键技术和生产流程。他们开发了全球领先的“CTC 制氯仿技术”，获得国家发明专利。公司是国内少数能够生产新一代锂盐双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）的厂家之一，并于 2018 年申请了技术专利。这些成就突显了理文化工在高端化学品生产领域的领导地位。他们丰富的研发能力和先进的技术不仅在化学品行业提供了显著的技术优势，而且确保了他们能够跟上最新趋势，及时推出新产品，并应对替代品带来的挑战。
- 3. 原材料优势。**理文化工可以生产大部分终端产品所使用的原材料，并只有在可以独立生产上游原材料时才会投资生产新的下游产品。这一战略确保了新产品的原材料供应不受市场供应条件的影响。此外，公司的主要产品——聚四氟乙烯（PTFE）是在江西省瑞昌市的生产基地生产的，距离中国最大的萤石矿（聚四氟乙烯的主要原材料）之一德安县仅 100 公里。这一地理优势为获得这一关键原材料提供了重要的优势。总之，理文化工通过独立和充足的原材料供应建立了其资源优势，为其持续发展和竞争力提供了坚实的基础。

3. 市场忽视的关键点

3.1 理文化工的新材料产品贡献显著且不断增加

理文化工被误认为是一家生产同质化低端产品的传统化工公司。理文化工主要生产基础化学产品，如氢氧化钠、甲烷氯化物和过氧化氢，这些产品在 2023 年上半年占据公司总收入的 71.6%。因此，市场普遍将其视为传统的化工公司。然而近年来，公司一直在积极拓展新材料业务，如高端聚合物（主要是聚四氟乙烯，PTFE），该部分收入已经占到总收入的 13.7%。同时，对氯甲烷制程的新工艺的成功开发也为甲烷氯化物业务带来了新的收入。此外，公司在江西省瑞昌市的高端氟聚合物和锂电池新材料生产基地预计将于 2025 年全面投产，预计年产值将超过 30 亿元人民币，相当于公司 2022 年总收入的近一半。此外，用作锂离子电池添加剂的氟代碳酸乙烯酯的 3,000 吨/年的制造设施扩建将分两个阶段进行，预计第一和第二阶段将分别在 2024 年 6 月和 2025 年 6 月投产。随着这些高端聚合物和新材料项目的逐渐完成和投产，我们预计相关产品的收入份额将显著增加。这些产品将成为公司未来最重要的收入和利润来源。

3.2 理文化工的商业模式对经济周期具有更强的韧性

理文化工的供应链管理和不断完善的产品组合使其相较于同行更不受经济周期的影响。公司主要化学产品，如氢氧化钠、甲烷氯和过氧化氢，其终端用户需求呈高周期性。同时，其生产原材料的价格也经常出现显著波动。因此，市场经常将公司视为一个运营波动性较高的周期性公司。然而，除了 2023 年上半年由于房地产项目拨备和疫情后存货问题导致的特殊事件外，公司在过去十年中的运营一直稳健增长，没有出现较大的波动，与同行相比表现出较低的运营波动性。主要原因包括以下几点：1) 公司牢牢把握上游原材料资源的供应，大多数原材料可以通过独立生产获得。对于无法独立生产的原材料，公司还与供应商建立了长期稳定的战略合作关系，以确保供应。2) 公司根据需求进行资本支出，不会盲目扩大对传统化学产品的资本支出，仅为了降低平均生产成本，并刻意保持低负债比率。3) 公司持续投资于高端技术的研发，并及时扩大对具有协同效应的新材料项目的投资，避免在低端市场竞争，并寻找新的增长点。因此，实际上，公司在技术上具有深厚的积累，并将新材料业务作为其增长点。

4. 核心投资逻辑

4.1 2025 年起新材料收入将大幅增长

我们预计到 2026 年，理文化工的新材料业务收入将显著增加。由于其对氢氧化钠、氯甲烷产品和过氧化氢等基础化学品的重度依赖，理文化工通常被视为传统的基础化工公司。然而，事实上，公司在过去 2-3 年中已经扩展到新材料业务。例如，公司于 2020 年完成了位于珠海的锂离子电池电解质添加剂生产设施，并将聚四氟乙烯（PTFE）的生产能力翻了一番。此外，在江西建设的高端氟聚合物和锂电池新材料项目将显著增加理文化工在新材料市场的影响力。该项目计划于 2025 年完成，届时将能生产每年

1 万吨的六氟磷酸锂（LiPF₆）、2 万吨的聚偏二氟乙烯（PVDF）以及 5 万吨的配套氟化氢产品。此外，计划于 2024 年和 2025 年分两个阶段完成的珠海 3,000 吨/年氟代碳酸乙烯酯（FEC）设施将显著增加其在锂离子电池电解质添加剂市场的份额。一旦这些新材料项目全部投入运营，我们预计从现有和已完成的新材料中产生的总收入将达到约 43 亿元人民币。

表 3：新材料项目概要

产品	地点	预计竣工年份	产能（吨/年）	预计年收入（人民币千元）
聚四氟乙烯（PTFE）	江西	2014 / 2021*	14,000	756,000
锂电池电解液添加剂	珠海	2020	1,380	77,970
创新表面处理剂	珠海	2023	1,150	5,175
氟代碳酸乙烯酯（FEC）- 第 1 阶段	珠海	2024	1,500	84,750
氟代碳酸乙烯酯（FEC）- 第 2 阶段	珠海	2025	1,500	84,750
聚偏二氟乙烯（PVDF）	江西	2025	20,000	2,460,000
六氟磷酸锂（LiPF ₆ ）	江西	2025	10,000	820,500
合计				4,289,145

资料来源：公司、国泰君安国际。

注：

*于 2014 年首次投产，2021 年产能翻倍。

**预计收入按照满负荷产能

×截至 2023 年 12 月 11 日各产品市场价格计算。

4.2 新材料业务被严重低估

市场严重低估了理文化工的新材料业务。例如，完成珠海氟代碳酸乙烯酯（FEC）二期扩建后，其电解质添加剂产能将接近 5,000 吨/年。相比之下，华盛锂业 2022 年 93.7% 的收入来自此类添加剂，其产能为 5,000 吨/年，计划扩展至 14,000 吨/年，理文化工的电解质添加剂业务已经价值 17 亿港元。此外，随着江西六氟磷酸锂（LiPF₆）和聚偏二氟乙烯（PVDF）项目即将投产，年产能将分别达到 10,000 吨/年和 20,000 吨/年，再加上现有的 14,000 吨/年的聚四氟乙烯（PTFE）产能。这些新材料业务可能带来约 43 亿元人民币的总收入。以保守的 10% 净利润率和 10 倍市盈率计算，估值将达到 43 亿元人民币，是当前总市值的两倍。这甚至还不包括来自传统化学品如氢氧化钠、过氧化氢和甲烷氯化物的利润。市场尚未充分认识新材料业务的潜力，导致了严重低估。

5. 催化剂

5.1 新材料项目预计于 2024 年和 2025 年投产

高端氟聚合物和锂电池相关新材料项目计划于 2024 年和 2025 年投产。江西省的高端氟聚合物和锂电池新材料项目计划于 2024 年开始生产。在 2025 年实现大规模生产后，年收入预计将超过 30 亿元人民币，相当于公司目前每年约 60 亿港元的年收入的一半。此外，珠海市的新材料项目旨在生产 2,530 吨/年的含氟新材料，将分两期建设，最终生产 3,000 吨/年的氟代碳酸乙烯酯。第一阶段，产能为 1,500 吨/年，预计将于 2024 年 6 月开始生产；第二阶段，同样产能为 1,500 吨/年，预计将于 2025 年 6 月开始生产。完成后，这个两期项目将为年收入贡献超过 1 亿元人民币。由于新材料产品的毛利率普遍高于公司传统产品，这些项目将成为公司新的利润增长点。

5.2 主要产品价格持续回升，盈利能力提升

主要产品的价格在 2023 年下半年继续反弹，带来盈利能力的改善。截至 2022 年底，随着国内全面放松防疫措施，受到疫情压制的上游供应能力得以释放。此外，在疫情期间，制造客户普遍增加了库存以应对潜在的不确定性，导致 2023 年上半年下游需求疲软。供应的突然增加和需求的减少导致相关产品的价格在 2023 年上半年持续低位徘徊。然而，随着库存的减少和疫后经济复苏带来的需求增长，化工产品的价格已经从低点反弹。因此，我们预计公司 2023 年下半年的盈利能力将显著提高。随着经济进一步复苏和需求增长，我们预计 2024 年的盈利能力将继续改善。

6. 盈利预测及投资评级

6.1 盈利预测

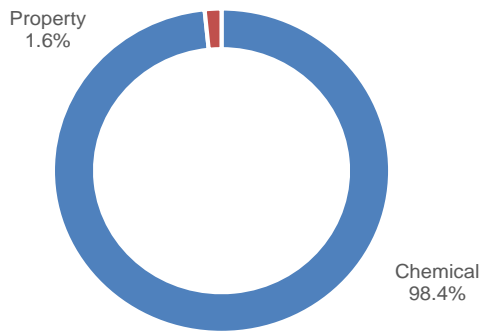
我们预计理文化工 2023-2025 年总收入将分别同比下降 24.5%、同比增长 16.7% 和 20.3% 至 44.27 亿港元、51.67 亿港元和 62.15 亿港元，复合年增长率为 1.9%。我们的收入预测主要基于以下几点：

- 1) 我们预计 2022-2025 年传统化工产品收入将以 1.7% 的复合年增长率下降。传统化学产品部门包括诸如氢氧化钠、甲烷氯化物、氟化学产品、过氧化氢、液化氯和苯丙施胶剂表面施胶剂等产品。由于疫情防控和基础化学品如氢氧化钠和氯甲烷产品供应有限，传统化学品部门在 2022 年表现异常出色。然而，由于封城后去库存和随着生产恢复供应增加，这些化学产品的售价在 2023 年上半年大幅下跌。尽管这些化学产品的售价有望回升，但不太可能达到 2022 年的水平。此外，公司对传统化工产品没有重大的资本支出计划，因此这些产品的产量增加主要来自于有限的产能利用率。因此，我们预计传统化学产品的收入将同比下降 25.4% 至 33.58 亿港元，但在 2024 年将同比增长 15.7% 至 38.87 亿港元，2025 年同比增长 10.1% 至 42.8 亿港元，在 2022-2025 年的复合年均增长率为 1.7%。
- 2) 我们预计新材料产品在 2022-2025 年间的复合年均增长率为 20.0%。新材料产品部门包括聚合物（主要是聚四氟乙烯）和锂离子电池添加剂。由于聚四氟乙烯扩产后满负荷生产和电动汽车热潮导致锂离子电池添加剂产品需求和价格的大幅增加，新材料产品部门在 2022 年表现出色。然而，我们在 2023 年上半年看到了聚四氟乙烯和锂离子电池添加剂产品需求的降温，并预计 2023 年下半年将继续。此外，我们预计由于预期竞争对手新产能的释放，锂离子电池添加剂产品的价格将在 2024 年和 2025 年继续下降。尽管如此，随着 2024 年和 2025 年新材料项目在江西和珠海竣工，公司的高端氟聚合物和锂电池相关新材料产能将显著增加，并将完全抵消产品价格的预期下降。因此，我们预计新材料产品的收入将同比下降 24.5% 至 6.91 亿港元，但在 2024 年同比增长 36.6% 至 9.43 亿港元，2025 年同比增长 67.7% 至 15.82 亿港元，在 2022-2025 年的复合年均增长率为 20.0%。
- 3) 我们预计其他业务在 2022-2025 年间的复合年均增长率为 7.8%。其他业务主要包括其他产品和物业销售，我们预计将于 2023 年完成销售，并从 2024 年开始不再贡献收入。因此，我们预计其他业务的收入将从 2022 年的 4.5 亿港元下降至 2025 年的 3.53 亿港元，2022-2025 年的复合年均增长率为 7.8%。

我们预计 2023-2025 年股东净利润同比下降 58.5% 至 4.8 亿港元，同比增长 95.3% 至 9.37 亿港元，以及同比增长 31.1% 至 12.29 亿港元。预计 2023 年股东净利润下降的主要原因是与 2022 年封控期间基础化学品异常高价相比，基础化学品价格（如氢氧化钠）有所下降。我们的盈利预测主要基于以下几点：

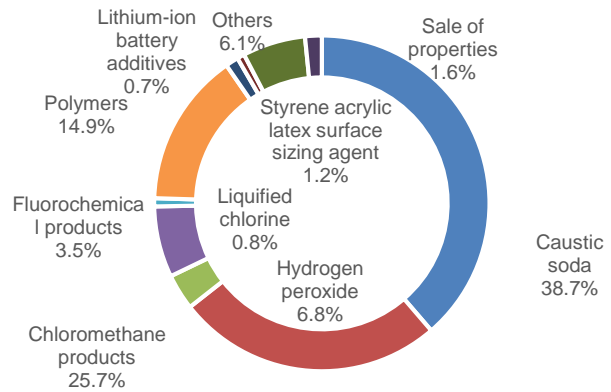
- 1) 对于毛利率，我们预计其从 2022 年的 36.2% 下降至 2023 年的 25.4%，主要原因是与 2022 年封控期间基础化学品异常高价相比，基础化学品价格（如氢氧化钠）有所下降。我们预计由于基础化学品价格预期回升以及毛利率较高的新材料产品贡献增加，整体毛利率将在 2024 年增至 34.0%，并在 2025 年增至 35.3%。
- 2) 对于销售和分销费用比率，我们预计其在 2023-2025 年间保持在 3.7% 至 3.8% 之间；由于预计 2025 年新材料产品收入预计增加带来的规模效应，一般及管理费用比率预计从 2023 年的 5.9% 下降至 2025 年的 4.4%；研发费用比率预计在 2023-2025 年间保持在 3%。

图 11: 2022 年理文化工按部门划分的收入



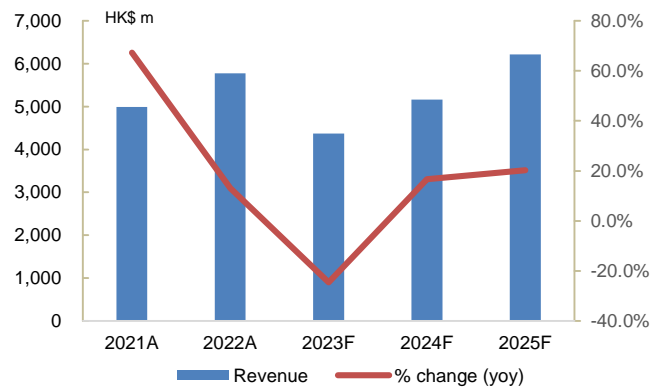
资料来源: 公司。

图 12: 2022 年理文化工按产品划分的收入



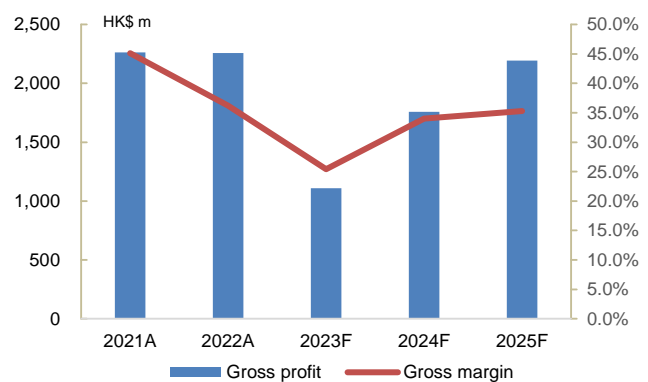
资料来源: 公司。

图 13: 理文化工 2021-2025 年收入



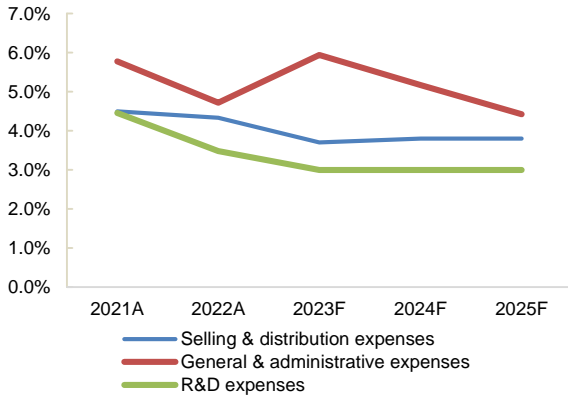
资料来源: 公司。

图 14: 理文化工 2021-2025 年毛利



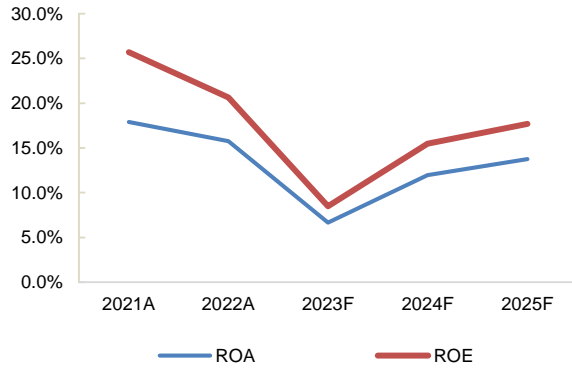
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 15: 理文化工的费用比率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 16: 理文化工的 ROA 和 ROE



资料来源: 公司、国泰君安国际。

表 4: 理文化工的盈利预测

百万港元	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
传统化工产品	3,837	4,502	3,358	3,887	4,280
新材料产品	752	914	691	943	1,582
其它	597	450	378	336	353
总收入	5,186	5,867	4,427	5,167	6,215
同比	+67.3%	+13.1%	-24.5%	+16.7%	+20.3%
毛利	2,339	2,124	1,124	1,758	2,192
毛利率	45.1%	36.2%	25.4%	34.0%	35.3%
股东净利	1,288	1,157	480	937	1,229
净利率	24.8%	19.7%	10.8%	18.1%	19.8%
基本每股盈利 (港元)	1.561	1.402	0.581	1.136	1.489
每股股息 (港元)	0.580	0.550	0.170	0.300	0.400

资料来源: 公司、国泰君安国际。

6.2 估值及投资评级

我们的折现现金流 (DCF) 分析显示, 公司的估值介于 90.31 亿港元和 107.96 亿港元之间, 对应 18.8-22.5 倍 2023 财年的市盈率, 9.6-11.5 倍 2024 财年市盈率, 7.4-8.8 倍 2025 财年市盈率。估值范围的中值是 99.13 亿港元, 对应 20.7 倍 2023 财年市盈率, 10.6 倍 2024 财年市盈率, 8.1 倍 2025 财年市盈率。我们的 DCF 假设如下:

- 参考 10 年期香港外汇基金债券, 我们将无风险利率定为 4.3%;
- 我们假设市场风险溢价为 7.5%, 贝塔系数为 1.3。因此, 公司的股权成本为 14.0%。 税后债务成本估计为 3.6%;
- 假设公司股权/企业价值为 80%, 则加权平均资本成本 (“WACC”) 为 11.9%;
- 长期自由现金流 (“FCF”) 增长率假设为 2.0%。

表 5: DCF 估值表

WACC 计算		DCF 计算							
无风险利率	4.3%	股权自由现金流现值 (2024-2030) (百万港元)							4,950
市场风险溢价	7.5%	最终价值现值 (百万港元)							5,583
贝塔	1.3	净(负债)/现金 (百万港元)							(705)
权益成本	14.0%	净资产值 (百万港元)							9,827
		已发行股份 (百万)							825
		每股净资产 (港元)							11.9
债务成本	4.5%	净资产值 (百万港元) 的敏感性分析		永续增长率					
有效税率	20.0%			1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
税后债务成本	3.6%	WACC (%)	10.9%	10,360	10,705	11,089	11,519	12,002	
E/(E+D)	80.0%		11.4%	9,787	10,089	10,424	10,796	11,212	
WACC	11.9%		11.9%	9,268	9,534	9,827	10,152	10,512	
永续增长率	2.0%		12.4%	8,795	9,031	9,289	9,573	9,888	
			12.9%	8,364	8,573	8,802	9,052	9,328	

资料来源: 国泰君安国际。

首予“买入”评级，目标价 4.30 港元。理文化工的氢氧化钠和甲烷氯化物等基础化工产品领域在江苏、江西两省占据领先地位，同时逐步投资高端含氟聚合物、锂电池相关材料等新兴且利润更高的新材料。尽管在这些领域有相当大的资本支出，但得益于强劲的运营现金流，理文化工保持着较低的债务水平。财务稳定性支持 30%左右的持续股息支付，以当前股价计算，股息收益率为 10%，颇具吸引力。与同行相比，理文化工拥有不断发展的产品组合，并由于低债务水平而享有实质性的财务自由度，降低了对经济波动的敏感性。因此，理文化工应该至少获得与同业相当的估值，但略低于更大型综合企业，反映了其规模和多元化。通过同业公司比较的估值方法，我们得出了 4.30 港元的目标价，对应 7.4 倍/3.8 倍/2.9 倍 2023/2024/2025 年的市盈率。我们的目标价较我们用现金流折现分析得出的每股净资产 (NAV) 有 63.9%的折让。首予“买入”评级。

表 6: 同业比较 - 估值

公司名称	股票代码	货币	收市价	市值 (百万)	市盈率				市净率				ROE (%)	D/Y (%)	EV/EBITDA
					22A	23F	24F	25F	22A	23F	24F	25F	23F	23F	23F
香港上市基础化工公司															
理文化工	00746 HK	HKD	2.910	2,401	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
东岳集团	00189 HK	HKD	5.410	11,967	2.7	12.7	7.5	6.0	0.7	0.7	0.6	0.6	9.1	3.4	3.3
上海石油化工股份-H 股	00338 HK	HKD	1.090	26,379	n.a.	35.2	7.8	4.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	1.7	17.0
中国石油化工股份-H 股	00386 HK	HKD	3.930	660,548	6.2	5.9	5.4	5.3	0.5	0.5	0.5	0.5	9.2	10.7	4.0
叶氏化工集团	00408 HK	HKD	1.500	853	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
天德化工	00609 HK	HKD	1.340	1,165	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
东光化工	01702 HK	HKD	2.300	1,428	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
彩客新能源	01986 HK	HKD	1.030	1,063	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国三江化工	02198 HK	HKD	1.160	1,380	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中海石油化学-H 股	03983 HK	HKD	1.900	8,713	4.5	3.5	5.3	4.7	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	12.8	13.3	n.a.
简单平均					3.4	14.3	6.5	5.2	0.5	0.5	0.5	0.5	8.0	7.3	8.1
加权平均					5.8	7.0	5.5	5.2	0.5	0.5	0.5	0.5	8.8	10.2	4.4
A 股上市基础化工公司															
鲁西化工-A 股	000830 CH	CNY	9.900	20,576	6.0	15.4	7.4	5.3	1.1	1.1	1.0	1.0	6.0	0.5	n.a.
中泰化学-A 股	002092 CH	CNY	5.880	16,594	21.2	n.a.	30.5	17.8	0.6	0.6	0.6	0.6	(4.9)	n.a.	n.a.
永太科技-A 股	002326 CH	CNY	10.960	10,840	17.4	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
东岳硅材-A 股	300821 CH	CNY	7.900	10,365	18.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
江天化学-A 股	300927 CH	CNY	16.260	2,546	36.8	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新疆天业-A 股	600075 CH	CNY	4.220	7,803	8.4	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
巨化股份-A 股	600160 CH	CNY	16.020	46,992	18.2	30.8	17.2	13.4	2.8	2.7	2.4	2.1	7.9	1.6	n.a.
昊华科技-A 股	600378 CH	CNY	30.410	30,504	23.6	24.1	20.3	17.0	3.3	3.1	2.8	2.5	12.9	1.7	n.a.
氯碱化工-A 股	600618 CH	CNY	8.900	8,531	7.5	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
鲁北化工-A 股	600727 CH	CNY	6.230	3,583	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
北元集团-A 股	601568 CH	CNY	4.640	20,065	12.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
滨化股份-A 股	601678 CH	CNY	4.050	9,046	6.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					16.1	23.4	18.8	13.4	1.8	1.9	1.7	1.5	5.5	1.3	n.a.

加权平均					15.9	13.3	11.1	8.3	2.0	1.4	1.2	1.1	4.3	0.7	n.a.
A 股上市锂电池电解液及添加剂企业															
永太科技-A 股	002326 CH	CNY	10,960	10,840	17.4	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
多氟多-A 股	002407 CH	CNY	14,240	18,425	7.7	23.9	17.1	11.8	2.3	1.9	1.8	1.5	8.0	0.7	n.a.
天赐材料-A 股	002709 CH	CNY	22,740	47,755	7.6	14.2	11.3	9.9	3.5	3.0	2.5	2.0	20.7	1.4	10.7
天际股份-A 股	002759 CH	CNY	10,090	5,533	7.7	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
瑞泰新材-A 股	301238 CH	CNY	16,910	13,478	14.0	23.5	26.8	22.5	1.8	1.7	1.6	1.5	7.2	n.a.	n.a.
新宙邦-A 股	300037 CH	CNY	47,650	39,250	20.1	28.8	20.5	14.9	4.2	3.8	3.3	2.8	12.8	0.7	21.7
胜华新材-A 股	603026 CH	CNY	42,820	9,427	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
华盛锂电-A 股	688353 CH	CNY	25,840	4,496	13.5	99.4	60.1	30.7	1.1	0.8	0.8	0.8	1.1	n.a.	n.a.
简单平均					12.2	37.9	27.2	18.0	2.4	2.3	2.0	1.7	10.0	0.9	16.2
加权平均					12.5	20.2	15.3	11.5	3.1	2.4	2.1	1.7	11.7	0.7	9.1
整体简单平均					11.2	26.4	18.2	12.6	1.5	1.7	1.5	1.4	8.0	3.6	11.3
整体加权平均					8.4	9.8	7.8	6.6	1.1	0.9	0.8	0.7	8.4	7.3	4.3

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

7. 风险因素

未来几年可能会因产能大幅增加而出现激烈的市场竞争。2020 年以来,全球新能源汽车政策不断出台,需求不断增长,电解液产业链需求激增。这引发了相关产品价格的上涨,吸引下游制造商扩大生产。与此同时,许多面临疫情引起的原材料短缺的大型电池制造商已经开始投资原材料生产。这些因素正在推动上游生产能力的大规模扩张,导致未来几年新增产能大幅增加。然而,随着这些新增产能逐渐投放市场,电解液行业可能会面临一些挑战。如果动力电池需求无法跟上新增产能的增长,可能会加剧市场竞争,进一步压缩电解液相关产品的利润率,并可能导致部分制造商遭受亏损。

电池技术的进步可能会对公司产品的需求产生深远的影响。目前,六氟磷酸锂(LiPF₆)是锂电池电解液的主要成分。然而,其他具有优异导电性和放电性能的锂盐由于其较高的生产成本尚未成为主流。随着技术的改进,这些优质的锂盐可能会越来越多地替代六氟磷酸锂,从而有可能减少甚至消除对当前主流产品的需求。此外,对固态电池等新电池技术的研究正在蓬勃发展。这些电池可能不再需要锂盐,如果这些技术成熟并被广泛采用,可能会显著减少或消除对公司六氟磷酸锂等产品的需求。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	Year end 31 Dec (HK\$ m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Total Revenue	5,186	5,867	4,427	5,167	6,215	Property, Plant and Equipment	5,041	4,748	5,418	6,079	6,732
Cost of Sales	(2,847)	(3,743)	(3,303)	(3,409)	(4,022)	Investment Properties	0	188	188	188	188
Gross Profit	2,339	2,124	1,124	1,758	2,192	Goodwill	3	3	3	3	3
Other Income	66	67	75	67	70	Right-of-use and Intangible Assets	153	134	129	124	119
Other Gains and Losses	(5)	2	1	(0)	(0)	Interests in JV / Associates	132	123	122	123	125
Selling and Distribution Expenses	(233)	(254)	(164)	(196)	(236)	Other Non-current Assets	143	173	191	191	191
General and Administrative Expenses	(299)	(277)	(263)	(267)	(275)	Total Non-current Assets	5,472	5,368	6,050	6,707	7,357
R&D Expenses	(231)	(204)	(133)	(155)	(186)	Inventories	762	844	637	743	894
Operating Profit	1,637	1,457	641	1,206	1,565	Properties Held for Sale	127	65	0	0	0
Finance Costs	(48)	(39)	(40)	(49)	(53)	Properties under Development	374	0	0	0	0
Exchange Gains / Losses	23	(21)	2	2	3	Trade, Bills and Other Receivables	529	338	255	298	358
Share of Profits of JV / Associates	(1)	0	(3)	(1)	(1)	Restricted Cash	0	0	0	0	0
Profit Before Tax	1,611	1,398	600	1,158	1,513	Cash & Cash Equivalents	325	422	322	584	833
Income Tax	(323)	(241)	(120)	(221)	(284)	Other Current Assets	29	39	39	39	39
Profit After Tax	1,288	1,157	480	937	1,229	Total Current Assets	2,146	1,709	1,254	1,664	2,125
Non-controlling Interest	0	0	0	0	0	Total Assets	7,618	7,076	7,303	8,372	9,481
Shareholders' Profit / Loss	1,288	1,157	480	937	1,229	Trade, Bills and Other Payables	613	493	435	449	529
Basic EPS	1.561	1.402	0.581	1.136	1.489	Contract Liabilities	121	66	58	60	71
DPS	0.580	0.550	0.170	0.300	0.400	Bank Borrowings	433	523	395	461	554
						Other Current Liabilities	172	52	32	48	59
						Total Current Liabilities	1,339	1,134	919	1,017	1,213
						Other Payables and Accruals	36	30	27	28	33
						Bank Borrowings	600	221	632	797	717
						Other Non-current Liabilities	68	58	66	75	83
						Total Non-current Liabilities	704	310	725	899	832
						Total Liabilities	2,043	1,443	1,644	1,916	2,045
						Share Capital	83	83	83	83	83
						Reserves	5,492	5,551	5,576	6,373	7,354
						Total Shareholders' Equity	5,575	5,633	5,659	6,456	7,437
						Minority Interest	0	0	0	0	0
						Total Equity	5,575	5,633	5,659	6,456	7,437
						Total Equity and Liabilities	7,618	7,076	7,303	8,372	9,481
						BPS	6.757	6.828	6.859	7.825	9.014
现金流量表						财务比率					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
Profit Before Tax	1,611	1,398	600	1,158	1,513	Gross Margin	45.1	36.2	25.4	34.0	35.3
Depreciation and Amortisation	57	77	78	87	95	Operating Margin	31.6	24.8	14.5	23.3	25.2
Change in Working Capital	(70)	297	315	(86)	(69)	Net Margin	24.8	19.7	10.8	18.1	19.8
Other Operating Activities	(119)	(172)	(72)	(129)	(196)	ROA (%)	17.9	15.7	6.7	12.0	13.8
Cash from Operating Activities	1,480	1,600	922	1,029	1,344	ROE (%)	25.7	20.6	8.5	15.5	17.7
Capital Expenditure	(673)	(611)	(823)	(823)	(823)	Net Gearing Ratio (%)	12.7	5.7	12.5	10.4	5.9
Other Investing Activities	37	6	12	10	10	Interest Coverage (x)	34.4	37.7	16.1	24.6	29.5
Cash from Investing Activities	(636)	(605)	(811)	(813)	(812)						
Issuance / (Repurchase) of Shares	0	0	0	0	0						
Issuance / (Repayment) of Debts	(517)	(260)	283	230	14						
Dividends	(351)	(578)	(454)	(140)	(248)						
Other Financing Activities	(52)	(41)	(40)	(49)	(53)						
Cash from Financing Activities	(920)	(879)	(211)	41	(286)						
Cash at Beg of Year	387	325	422	322	584						
Net Changes in Cash	(76)	116	(100)	258	245						
Forex	15	(20)	1	4	4						
Cash at End of Year	325	422	322	584	833						

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内有与本研究报告所评论的理文造纸(02314 HK)存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2024 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk