

Company Report: Lee & Man Chemical (00746 HK)

中文版

Gary Wong 黄家玮

(852) 2509 2616

公司报告: 理文化工 (00746 HK)

Chinese version

gary.wong@gtjas.com.hk

8 February 2024

在市场整合中进行战略扩张

- **我们维持 4.30 港元的目标价，并重申“买入”评级。**我们维持 2023-2025 年每股盈利预测分别为 0.581 港元/1.136 港元/1.489 港元，分别对应(58.5%)/95.3%/31.1%的同比增速。我们将目标价维持在 4.30 港元，2023/2024/2025 年市盈率分别为 7.4 倍/3.8 倍/2.9 倍。
- **理文化工（“公司”）是市场整合加速的受益者。**自 2024 年开始，除聚四氟乙烯等部分高分子材料产品外，理文化工的其他主要产品价格均出现下跌，其中烧碱、二氯甲烷和过氧化氢的年迄今累计跌幅分别为 2.3%、7.6%和 6.7%。虽然公司的短期利润可能会受到影响，但价格下跌将淘汰规模较小、重债的公司，加速市场整合。截至 2023 年上半年，公司的资产负债率非常低，仅为 9.8%，并且在江苏和江西市场占据重要地位，我们预计随着实力较弱的企业退出市场，以及收购规模较小的企业，理文化工的市场份额将逐步扩大。
- **积极拓展新材料业务。**江西扩建项目 2025 年建成后，可年产 1 万吨六氟磷酸锂（LiPF6）、2 万吨聚偏二氟乙烯（PVDF）和 5 万吨配套氟化氢产品。此外，计划于 2024 年和 2025 年分两期建成的珠海年产 3,000 吨氟代碳酸乙烯酯（FEC）工厂将显著提高其在锂离子电池电解质添加剂生产能力。我们预计，这些产品全面投产后，按目前的市价计算，可为公司带来人民币 33 亿元的额外收入。
- **催化剂：**1) 市场整合加速可能会提高公司的市场份额；2) 公司的新材料项目将于 2024 年及 2025 年投产。
- **风险提示：**1) 由于产能大幅提升，未来几年可能会出现激烈的市场竞争；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

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$4.30

Revised from 原目标价:

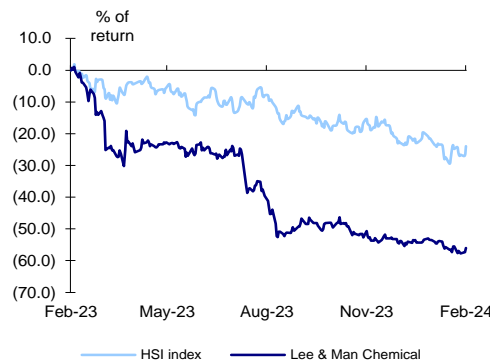
HK\$4.30

Share price 股价:

HK\$2.800

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 %	(5.4)	(10.8)	(58.1)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(3.0)	(0.6)	(34.1)
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	2.8	2.9	4.0

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	1.8	6.757	0.4	0.580	20.7	25.7
2022A	5,867	1,157	1.402	(10.2)	2.0	6.828	0.4	0.550	19.6	20.6
2023F	4,427	480	0.581	(58.6)	4.8	6.859	0.4	0.170	6.1	8.5
2024F	5,167	937	1.136	95.5	2.5	7.825	0.4	0.300	10.7	15.5
2025F	6,215	1,229	1.489	31.1	1.9	9.014	0.3	0.400	14.3	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)				2,310.0	Free float (%) 自由流通比率 (%)					25.0
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				60.9	FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)					10.4
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				6.900 / 2.670	FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)					10.9

Source: the Company, Guotai Junan International.

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					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Profit Before Tax	1,611	1,398	600	1,158	1,513
Depreciation and Amortisation	57	77	78	87	95
Change in Working Capital	(70)	297	315	(86)	(69)
Other Operating Activities	(119)	(172)	(72)	(129)	(196)
Cash from Operating Activities	1,480	1,600	922	1,029	1,344
Capital Expenditure	(673)	(611)	(823)	(823)	(823)
Other Investing Activities	37	6	12	10	10
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

财务比率					
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Gross Margin	45.1	36.2	25.4	34.0	35.3
Operating Margin	31.6	24.8	14.5	23.3	25.2
Net Margin	24.8	19.7	10.8	18.1	19.8
ROA (%)	17.9	15.7	6.7	12.0	13.8
ROE (%)	25.7	20.6	8.5	15.5	17.7
Net Gearing Ratio (%)	12.7	5.7	12.5	10.4	5.9
Interest Coverage (x)	34.4	37.7	16.1	24.6	29.5

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	相对表现
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	相对表现
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个月内没有与本研究报告所评论的发行人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.gtjai.com