

优源控股 (2268 HK, 2.22 港元, 未评级) 中国最大的薄页包装纸制造商

- ❖ **中国最大的薄页包装纸制造商。**优源控股成立于1991年，拥有20年纸业制造经验。2010年以产量计，优源是中国最大的薄页包装纸制造商，市场占有率为22%。薄页包装纸是包装纸行业的一个细分行业，主要用于包装衣服、鞋子和食品以及其他消费品，约占整个中国纸业产量的0.6%。
- ❖ **受益于快速发展的消费品市场。**公司核心产品为双面拷贝纸和单面拷贝纸。此外，产品还包括用于影印的复印纸、用于制作价格标签的白卡纸以及擦手纸等。2011上半年，公司收入为6.86亿元人民币，其中77%来源于拷贝纸。另外，公司正计划生产毛利率不低于30%的壁纸原纸产品，预计于2012年7月投产。由于终端客户基本是与日常生活息息相关的消费品制造商，我们认为公司多元化的产品将受益于快速发展且潜力巨大的消费品市场。
- ❖ **预计2010-2013年产能复合增长率为31.8%。**由于交通便利和产业链集中，公司将所有的生产设施建于福建。截至2011年6月，公司年产能达21.5万吨。早前个别产能的新建速度出现了延迟，公司将年产8000吨单面拷贝纸计划由2011年推迟到2012年，将年产2.4万吨擦手纸计划推迟到2011年10月，市场对此也感到担忧并纷纷降低预期。2011-2013年，预计公司产能将分别达至26.1万吨、34.9万吨和42.4万吨，年复合增长率为31.8%。未来三年资本开支为3.5亿元、5.5亿元和4.5亿元。
- ❖ **通过可回收材料降低成本。**自2007年开始，优源控股成为中国唯一一家掌握脱墨制浆技术的生产商。每吨脱墨纸浆的成本较木浆低39.1%。目前，公司有9万吨脱墨纸浆产能，到2011年底将达至15万吨。公司可回收原材料占比已从2010上半年的52%上升到2011上半年的63%。管理层也明确表示，未来会继续加大可回收原材料的占比。这有利于将毛利率保持在30%以上，处于行业较高水平。
- ❖ **主要风险包括产能扩建的执行能力以及潜在替代品的出现。**我们认为，公司能够继续享受规模经济和成本控制带来的优势。考虑到公司在薄页包装纸行业的领先地位，我们认为3.8倍2012年市盈率并不高。

财务资料

(截至12月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	725	1,147	1,622	2,239	2,671
净利润 (百万人民币)	126	166	350	484	562
每股收益 (人民币)	0.221	0.285	0.350	0.480	0.560
每股收益变动 (%)	n.a	30.0	22.8	37.1	16.7
市盈率 (x)	8.0	6.2	5.1	3.8	3.2
市帐率 (x)	3.2	1.2	1.7	2.2	2.6
股息率 (%)	n.a	n.a	2.5	4.1	5.5
权益收益率 (%)	39.1	21.6	21.0	23.3	23.0
净财务杠杆率 (%)	40.0	24.0	15.2	5.7	淨現金

来源：公司及彭博

优源控股 (2268 HK)

评级	未评级
收市价	2.22 港元
目标价	不适合
市值 (港币百万)	2,220
过去3个月平均交易 (港币百万)	1.2
52周高/低 (港币)	4.85/1.7
发行股数 (百万)	1,000
主要股东	柯文托 (57.4%)

来源：彭博

股价表现

	绝对值	相对值
1个月	1.4%	-2.6%
3个月	-15.3%	-12.3%
6个月	-52.4%	-41.4%

来源：彭博

过去一年股价


来源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。