

優源控股 (2268 HK, 2.22 港元, 未評級) 中國最大的薄頁包裝紙製造商

- ❖ **中國最大的薄頁包裝紙製造商。**優源控股成立於1991年，擁有20年紙業製造經驗。2010年以產量計，優源是中國最大的薄頁包裝紙製造商，市場佔有率為22%。薄頁包裝紙是包裝紙行業的一個細分行業，主要用於包裝衣服、鞋子和食品以及其他消費品，約占整個中國紙業產量的0.6%。
- ❖ **受益於快速發展的消費品市場。**公司核心產品為雙面拷貝紙和單面拷貝紙。此外，產品還包括用於影印的複印紙、用於製作價格標籤的白卡紙以及擦手紙等。2011上半年，公司收入為6.86億元人民幣，其中77%來源於拷貝紙。另外，公司正計畫生產毛利率不低於30%的壁紙原紙產品，預計於2012年7月投產。由於終端客戶基本是與日常生活息息相關的消費品製造商，我們認為公司多元化的產品將受益於快速發展且潛力巨大的消費品市場。
- ❖ **預計2010-2013年產能複合增長率為31.8%。**由於交通便利和產業鏈集中，公司將所有的生產設施建於福建。截至2011年6月，公司年產能為21.5萬噸。早前個別產能的新建速度出現了延遲，公司將年產8000噸單面拷貝紙計畫由2011年推遲到2012年，將年產2.4萬噸擦手紙計畫推遲到2011年10月，市場對此也感到擔憂並紛紛降低預期。2011-2013年，預計公司產能將分別達至26.1萬噸、34.9萬噸和42.4萬噸，年複合增長率為31.8%。未來三年資本開支為3.5億元、5.5億元和4.5億元。
- ❖ **通過可回收材料降低成本。**自2007年開始，優源控股成為中國唯一一家掌握脫墨制漿技術的生產商。每噸脫墨紙漿的成本較木漿低39.1%。目前，公司有9萬噸脫墨紙漿產能，到2011年底將達至15萬噸。公司可回收原材料占比已從2010上半年的52%上升到2011上半年的63%。管理層也明確表示，未來會繼續加大可回收原材料的占比。這有利於將毛利率保持在30%以上，處於行業較高水準。
- ❖ **主要風險包括產能擴建的執行能力以及潛在替代品的出現。**我們認為，公司能夠繼續享受規模經濟和成本控制帶來的優勢。考慮到公司在薄頁包裝紙行業的領先地位，我們認為3.8倍2012年市盈率並不高。

財務資料

(截至12月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬人民幣)	725	1,147	1,622	2,239	2,671
淨利潤 (百萬人民幣)	126	166	350	484	562
每股收益 (人民幣)	0.221	0.285	0.350	0.480	0.560
每股收益變動 (%)	n.a	30.0	22.8	37.1	16.7
市盈率 (x)	8.0	6.2	5.1	3.8	3.2
市帳率 (x)	3.2	1.2	1.7	2.2	2.6
股息率 (%)	n.a	n.a	2.5	4.1	5.5
權益收益率 (%)	39.1	21.6	21.0	23.3	23.0
淨財務杠杆率 (%)	40.0	24.0	15.2	5.7	淨現金

來源：公司及彭博

優源控股 (2268 HK)

評級	未評級
收市價	2.22 港元
目標價	不適合
市值 (港幣百萬)	2,220
過去3月平均交易 (港幣百萬)	1.2
52周高/低 (港幣)	4.85/1.7
發行股數 (百萬)	1,000
主要股東	柯文托 (57.4%)

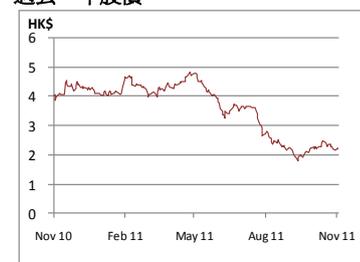
來源：彭博

股價表現

	絕對值	相對值
1個月	1.4%	-2.6%
3個月	-15.3%	-12.3%
6個月	-52.4%	-41.4%

來源：彭博

過去一年股價



來源：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。