

2268.HK 优源控股

未评级

行业整合初显成效，并购助业绩增长

2016年08月14日

市场数据

报告日期	2016.08.14
收盘价(港元)	2.30
总股本(亿股)	11.86
总市值(亿港元)	27.16
净资产(亿元)	25.50
总资产(亿元)	45.40
每股净资产(元)	2.15

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万人民币)	1,429	1,438	1,534	1,703
增长率(%)	0.61%	6.71%	0.59%	10.3%
股东净利润(百万人民币)	250	290	272	223
增长率(%)	-9.32%	16.08%	-6.02%	-17.98%
毛利率	29.98%	33.03%	31.29%	29.23%
净利润率	17.39%	18.93%	17.68%	13.15%
每股收益(元/股)	0.25	0.26	0.25	0.19

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

海外制造研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

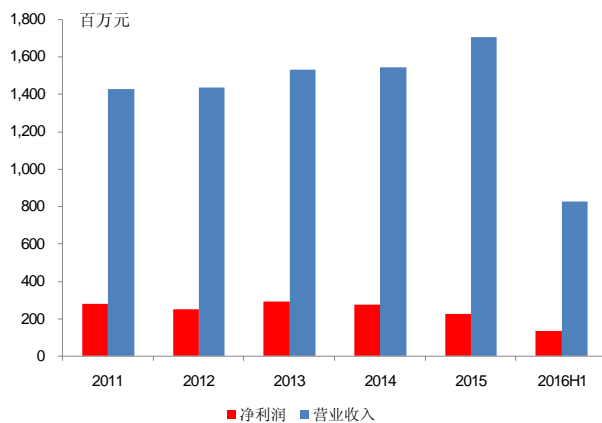
投资要点

- **中期业绩平稳增长，毛利率微幅上升。** 优源控股(2268.HK)8月10日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比增长6.2%至8.26亿元; 毛利润同比增加3.8%至2.58亿元; 毛利率水平从去年同期29.7%提升至31.2%; 净利润同比增加18.8%至1.32亿元, 每股收益为0.112元, 董事会建议不派发中期股息。公司2016年中期业绩平稳, 符合市场预期。
- **收购信荣集团股权, 信荣作为联营公司贡献业绩。** 上半年公司净利润增速大于营收增速主要是收购荣信股权后, 信荣作为联营公司并表溢利增加。2016年2月5日, 公司收购信荣41%股权, 而信荣上半年营业总收入3.54亿元, 净利润1.02亿元, 故信荣作为联营公司贡献净利3,300万元。
- **外延并购拓展业务领域, 助公司业绩快速增长。** 2016年7月26日, 公司子公司希源发出要约, 以总代价7,606万美元代价继续收购信荣20%股权。收购信荣集团股权后, 公司将利用信荣集团制造优质壁纸的经验及专业知识, 扩充自身产品种类, 多元化产品结构, 提升在造纸行业的市场地位。此外, 随着中国房地产市场复苏, 未来壁纸需求将进一步扩大, 凭借此次收购, 公司将在壁纸业务中占得先机。
- **我们的观点:** 公司薄页包装纸业绩平稳增长, 积极扩大市场份额, 确保公司业绩稳步增长, 收购信荣集团股权使得壁纸业务成为公司新的增长点。此外, 造纸行业经过多年整合已初见成效, 订单数量有所恢复, 公司2016年业绩对应当前股价大约在8倍PE左右, 建议投资者密切关注。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 毛利率下降。

报告正文

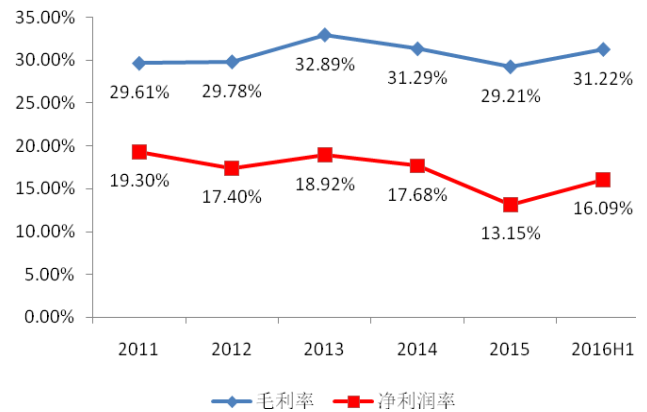
- **中期业绩平稳增长, 毛利率微幅上升。**优源控股 (2268.HK) 8月10日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比增长6.2%至8.26亿元; 毛利润同比增加3.8%至2.58亿元; 毛利率水平从去年同期29.7%提升至31.2%; 净利润同比增加18.8%至1.32亿元, 每股收益为0.112元, 董事会建议不派发中期股息。公司2016年中期业绩平稳, 符合市场预期。

图 1、公司营业收入和净利润(百万元)



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 2、综合毛利率和净利率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **收购信荣集团股权, 信荣作为联营公司贡献业绩。**上半年公司净利润增速大于营收增速主要是收购荣信股权后, 信荣作为联营公司并表溢利增加。2016年2月5日, 公司收购信荣41%股权, 而信荣上半年营业总收入3.54亿元, 净利润1.02亿元, 故信荣作为联营公司贡献净利3,300万元。
- **外延并购拓展业务领域, 助公司业绩快速成长。**2016年7月26日, 公司子公司希源发出要约, 以总代价7,606万美元代价继续收购信荣20%股权。收购信荣集团股权后, 公司将利用信荣集团制造优质壁纸的经验及专业知识, 扩充自身产品种类, 多元化产品结构, 提升在造纸行业的市场地位。此外, 随着中国房地产市场的复苏, 未来壁纸需求将进一步扩大, 凭借此次收购, 公司将在壁纸业务中占得先机。
- **行业整合初显成效, 纸业经营前景持续改善。**中国日益严格的环保法律法规将促使造纸行业加速整合, 加快淘汰老旧落后的产能。尽管纸制品的消耗趋于平稳, 但是在整合中幸存的企业因竞争对手减少而使业务前景得到改善, 订单数量有所恢复。2016年上半年, 公司得益于一家主要竞争对手在春节后由于产能原因延迟复产, 收入和净利润录得平稳增长, 其中薄页包装纸录得收入6.25亿元, 同比增长6.9%, 占公司收入比为75.7%。

- **电子商贸持续推动行业发展。**根据国家统计局资料，中国 2016 年上半年零售销售同比增长 10.3%，同期通过电子商贸进行的零售销售同比增长 26.6%，电子商贸仍然是包装用纸制品需求最强劲的推动力，维持拷贝纸和白卡纸的强劲需求。公司的薄页包装纸包括双面拷贝纸、单面拷贝纸、食品薄页包装纸、半透明薄页包装纸及彩色薄页包装纸，其他产品包括擦手纸及白卡纸。

图 3、2016H1 公司销售收入结构

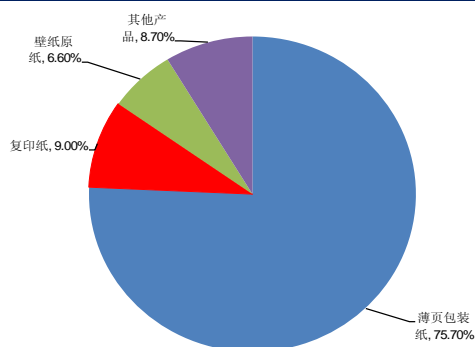
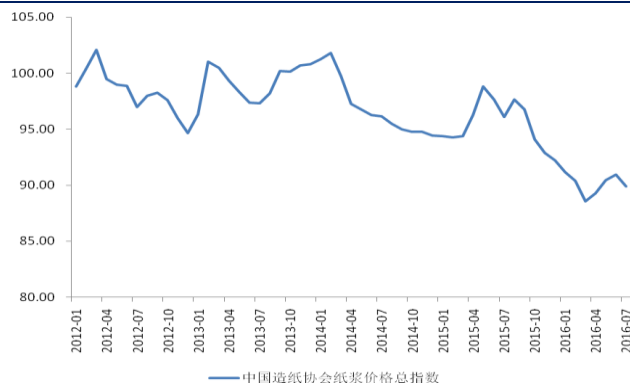


图 4、中国造纸协会纸浆价格总指数



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**公司薄页包装纸业绩平稳增长，积极扩大市场份额，确保公司业绩稳步增长，收购信荣集团股权使得壁纸业务成为公司新的增长点。此外，造纸行业经过多年整合已初见成效，订单数量有所恢复，公司 2016 年业绩对应当前股价大约在 8 倍 PE 左右，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**行业竞争加剧，毛利率下降

图 5、优源控股 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千元, 人民币)			点评
	2016H1	2015H1	同比变动	
收入	826,292	778,161	6.2%	受益于一主要竞争对手在春节假期后延迟复产，收益及溢利平稳增长，同时联营公司溢利上升
销售成本	(568,283)	(547,404)	3.8%	收入增加
毛利	258,009	230,757	11.8%	收入增加
销售及分销开支	(5,081)	(5,290)	-4.0%	
行政开支	(41,960)	(40,188)	4.4%	
其他收入与其他收益及亏损	(23,059)	4,771	-583.3%	英国脱欧后美元兑人民币升值，导致以美元计值的银行借款外汇亏损增加
分占一间联营公司的溢利	33,000	—		收购信荣集团41%股权
融资成本	(34,137)	(35,309)	-3.3%	平均银行贷款利率降低
其他开支	(13,384)	(15,069)	-11.2%	
除所得税前溢利	173,388	139,672	24.1%	
所得税开支	(40,434)	(27,781)	45.5%	由于集团在中国内地一家附属公司的优惠税率到期
公司股东净利润	132,954	111,891	18.8%	联营公司溢利和集团产品销量上升
基本EPS(元)	0.112	0.094	19.1%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩发布会议 Q&A (2016.08.11)**1、管理层对未来人民币贬值风险管理措施？**

我们与商业银行有接触，已考虑人民币汇率问题，以保障汇率变动造成的美元债务的风险。

2、收购壁纸业务有一个 2.5 亿的利润保障条款，现在上半年的壁纸的利润是 1 个亿，问管理层下半年有什么措施保证 1.5 亿的利润从而达到目标？

我们投资壁纸这一块，管理层一直很重视墙纸业务的发展，我们看到虽然离保证的盈利还有 1.5 个亿，但是大家可以放心，上半年有传统的春节，从历史经验看，上半年盈利相对会低一些，所以请大家放心。

此外，由于集团一家附属公司 2015 年所得税优惠税到期，所以税收增加了差不多 1,000 万，这个税收会在之后申请证书后重新获得优惠税率而返还。英国脱欧导致人民币汇率贬值，导致公司汇兑损失 2,000 万左右，综合加起来，公司盈利会增加 3,000 万左右到 1.6 亿。这样看公司的业绩还是不错的，大家要有信心。

3、下半年产品价格和毛利率的看法？

从过去几年，我们是随着原材料的价格来调整产品价格。上半年薄页包装纸整体利润还是不错的，而一个主要竞争对手上半年过完春节后由于产能的影响导致复产延期，从而市场的供求关系不平衡，不考虑其他因素，下半年的木浆价格水平会比较平稳，因此我们的售价也会是相对平稳的状态。

4、未来派息分红政策？是否会回到原来水平？

由于下半年我们并购后拥有 60%左右信荣集团股权，在明年年初要支付相应的收购费用，因此今年全年业绩不会派息，预计明年中期业绩会派发股息。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。