

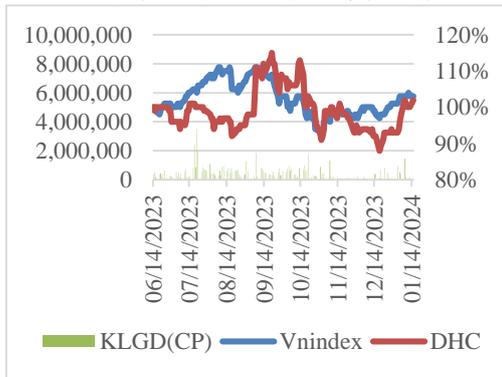
个股研报 - 槟榔东海股份公司(DHC - HSX)

“卖纸挣钱”的企业有什么前景？

报告日期: 2024/01/16 (首次报告)

建议 买入
 当前价 41,500
 目标价 56,300
 涨价潜力 35.7%
 持股 1年
 2023年股息 25%
 股息率 6.25%

DHC 股票和越南指数 6 个月走势图



股票基本信息

流通股数 80,493,048
 市值 (十亿越盾) 3,264 十亿
 52 周内价格区间 32,782-47,036
 20 日平均成交额 (十亿越盾) 39.453
 国家持股比例 34.31%
 外国持股比例 0.0%

财务指标

| 年度 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------|--------|--------|--------|
| EPS | 6,859 | 6,739 | 5,312 |
| BVPS | 24,911 | 24,246 | 24,978 |
| PE | 11.65 | 5.73 | 7.81 |
| ROE% | 31.19 | 31.13 | 22.05 |
| ROA% | 17.82 | 20.55 | 14.36 |
| 资产负债率 | 0.39 | 0.29 | 0.39 |

数据来源: Fiin, CSI Research

财务指标 (十亿越盾%)

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------|----------|----------|----------|--------|
| 销售收入 | 2,887.71 | 4,164.82 | 3,935.86 | 3,240 |
| 净收入增长 | 101.9% | 44.2% | -5.5% | -17.7% |
| 毛利润 | 157.75 | 113.83 | 105.99 | 132.54 |
| 毛利率 | 19% | 16.2% | 15.2% | 15.5% |
| 税后利润 | 391.93 | 481.34 | 379.46 | 292.14 |
| 税后利润增长 | 116% | 23% | -21% | -23% |

数据来源: DHC, CSI Research

投资论点:

原材料价格降温, Testliner 和 Medium 售价或将上涨, 有助槟榔东海利润率提升。牛皮纸产品生产中的原材料占成本结构高达 70%, 其中主要成分是 OCC 废纸。因此, OCC 价格波动将极大地影响 DHC 的利润率。自 2022 年第四季度以来, OCC 价格大幅下跌, 欧洲 OCC 从 2022 年第二季度的 233 美元下降至 2022 年第四季度的 163 美元 (-30.4%)。2023 年 OCC 价格趋于稳定, 在 150 美元左右。从 2023 年 10 月起, Testliner 和 Medium 的销售价格已经回升。由于纸张需求增加和原材料成本稳定, 我们预计 2024 年 DHC 毛利率将得到改善, 为 19%。

从长期来看, 未来 5-10 年越南纸张需求持续实现两位数增长 14-18%。越南城市化率仍然很低 (2023 年 9 月为 42%), 远低于 2023 年制定城市化率达 50% 的目标。与此同时, 预计出口企业即将呈现复苏态势, FDI 资金继续流入越南。从而, 纸张需求将再度提升。

得益于 3 号蛟龙项目, DHC 仍有增加产能及开发 Kraftliner 产品的空间。尽管 Kraft 市场的价格竞争相当强烈, 产能过剩高达 200 万吨, 但是槟榔东海在市场上仍有一定的市场定位。DHC 市场份额占 6%, 其造纸厂也超负荷运作。市场产能过高, 但优质 Kraftliner 产品仍需进口。槟榔东海项目优先生产高品质 Kraft 产品。

投资风险:

- 原材料价格变动会直接影响到企业利润。
- 竞争风险: 由于市场准入门槛低, 因此包装纸行业是竞争激烈的行业之一。与此同时, 国内企业还与东南亚地区竞争, 具体马来西亚每年过剩 300 万吨, 印度尼西亚过剩 200 万吨。这导致越南市场上行业内激烈竞争, 尤其是在中国企业计划将再生纸工厂转移到邻国时。

估值和建议:

越南建设证券建议对柳东海股份公司的股票进行买入。据此, 通过运用自由现金流量 (FCFF) 和市盈率 (PE), 比例为 60% 和 40% 的方法, 我们预期 2024 年底 DHC 股票的公允价值为 56300 越盾/股。

VNCS 研究所——邮箱: vncs.research@vn-cs.com

作者: 梁文山

分析专员

邮箱: sonlv@vncsi.com.vn

VNCS 研究所

宏观经济&股市行情分析部门

刘志抗

宏观经济&股市行情分析部门主管

邮箱: khanglec@vn-cs.com

梁文山

宏观经济&股市行情分析部门专
员

邮箱: sonlv@vncsi.com.vn

范氏梅樱

分析部助理

邮箱: anhptm@vncsi.com.vn

行业和企业分析部门

黎英松

行业和企业分析部门专员

邮箱: tungla@vncsi.com.vn

系统建议: 越南建设证券股份有限公司 (VNCS) 系统建议: 建立基于估值 12 个月目标价格和市场价格差异的
次序 (目标价格 - 当前价格) / 当前价格

| | |
|-----|---------------|
| 买入 | $\geq 20\%$ |
| 乐观 | 从 10% 至 20% |
| 观望 | 从 -10% 至 +10% |
| 不乐观 | 从 -10% 至 -20% |
| 卖出 | $\leq -20\%$ |

免责声明: 版权属于越南建设证券股份有限公司 (VNCS)。本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道, VNCS 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。上述分析、观点、建议未必是 VNCS 官方观点, 大部分均是发布者基于目前市场情况而作出的。材料中的建议均由分析专员基于基本分析系统的基础上进行研究分析, 但 VNCS 及其雇员对使用或信赖本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本材料版权归 VNCS 所有, 若未经授权不允许任何个人或组织进行复制、转载、发布或出版。

越南建设证券股份有限公司

河内市栋多郡浪上坊阮志清路 54A 号 TNR 大楼 11 层

联系: +84 24 3926 0099 · 官网: <https://www.vncsi.com.vn>