

華紙(1905)

建議：維持中立

結論：需求受疫情影響，營運表現保守看待，評價合理

2019EPS	2020EPS	8/14收盤價	BVPS	20年PBR	目標價	投資建議
-0.22	-0.03	8.77	13.41	0.7	9	中立

一、華紙為台灣最大紙漿生產商，主攻文紙及特紙市場
華紙為台灣最大紙漿生產商，營運主攻紙漿、文化用紙、特殊用紙等；紙漿年產能 25 萬噸，文紙年產能 60 萬噸，特紙年產能 10 萬噸，家紙年產能 5 萬噸。2012 年與永豐餘合併(永豐餘持華紙 56.9%)，並開始進行一貫化的垂直整合，且切入特紙市場，擺脫過去獲利受漿價起伏之影響。歷經長約兩年陣痛期，於 14 年整合發揮功效，毛利率脫離谷底。以產品別而言文紙占營收約莫四成，特紙約五成，紙漿低於一成；營業淨利方面，約四成來自中國，六成為台灣。

二、2Q20 EPS 0.03 優於預期

華紙 2Q20 營收 45 億元，QOQ -1.3%，YOY -1%，不如先前預期的 49 億元，主要因為需求受疫情影響而降低；毛利率因木片價格下滑以及生產排程優化而有所上升；業外表現因永豐金股利分配提前而優於預期，稅後淨利 0.36 億元，EPS 0.03 元，優於預期。

上半年營收較去年同期衰退 15.6%，主要仍是因為受疫情影響；漿價受需求不佳影響而呈現低迷態勢，預期要待疫情受控後，才有較大機會出現漲勢。

三、預期 3Q20 產業仍呈低迷態勢

華紙七月份營收 14.96 億元，MOM 4%，YOY -14%，累計營收 YOY -15.4%，達成元富 3Q20 營收預估值 32%，符合預期。由於第三季全球紙漿廠普遍進入長時間例行歲修，預期供給減少，漿價有機會出現小幅漲勢，然受疫情變化影響預期紙品需求動能仍較薄弱。

預估 3Q20 營收 46.8 億元，QOQ 3.9%，YOY -5%，稅後淨利 0.06 億元，EPS 0.01 元。

四、維持中立理由

展望華紙下半年營運，下半年全球漿廠傳統歲修，對於木片需求減少，有機會進一步降低木片價格，且由於漿廠歲修，紙漿供給降低，亦有機會使低迷的漿價出現上漲情形；然由於全球受疫情變化影響對於紙品需求仍具有不確定性影響，仍不宜樂觀。

元富認為華紙近年積極轉型，目前高毛利特殊用紙占比

已超過文化用紙產品占比，預期未來毛利率有機會逐步走揚。華紙繼先前成功研發紙吸管後，六月份推出不含塑膠膜的紙杯及封蓋，使吸管、紙杯及封蓋可達到 100% 完全回收，近期亦研發 U 型彎曲紙吸管有望進一步取代傳統吸管；預期新產品第四季開始出貨貢獻營收。預估 2020 年營收 188 億元，YOY -9%，稅後虧損 0.35 億元，EPS -0.03 元。華紙目前評價約 0.6XPBR，處近年評價區間中緣，維持中立評等，目標價 9 元。

Comprehensive Income Statement							NT\$m
	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	4,561	4,500	4,676	5,069	24,025	20,689	18,806
Gross profit	245	360	365	441	2,337	1,213	1,411
Operating pr	-136	-31	-15	26	592	-384	-157
Total non-op	-6	54	21	15	77	21	84
Pre-tax profit	-142	23	6	41	669	-362	-73
Net profit	-118	36	6	41	446	-245	-35
EPS	-0.11	0.03	0.01	0.04	0.40	-0.22	-0.03
Y/Y %	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Net sales	-15.3	-16.0	-5.0	0.9	5.2	-13.9	-9.1
Gross profit	-44.2	-22.6	86.9	287.5	-2.0	-48.1	16.3
Operating pr	虧損	虧損	虧損	轉盈	-27.6	虧損	虧損
Net profit	虧損	虧損	轉盈	轉盈	-28.0	虧損	虧損
Q/Q %	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F			
Net sales	-9.2	-1.3	3.9	8.4			
Gross profit	115.1	47.2	1.3	20.9			
Operating pr	虧損	虧損	虧損	轉盈			
Net profit	虧損	虧損	轉盈	轉盈			
Margins %	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Gross	5.4	8.0	7.8	8.7	9.7	5.9	7.5
Operating	-3.0	-0.7	-0.3	0.5	2.5	-1.9	-0.8
Net	-3.2	0.4	0.1	0.8	2.2	-1.5	-0.4

