

永豐餘(1907)

建議：維持中立

結論：需求前景較不明朗，目前評價合理

2019EPS	2020EPS	8/14收盤價	BVPS	20年PER	目標價	投資建議
1.38	1.80	14.75	23.83	8.2	17	中立

一、永豐餘為台灣紙業大廠，跨足多類不同產業

永豐餘為台灣紙業大廠，主要營運項目有紙漿、工紙與紙器、文紙及家紙、洗潔劑等；旗下知名品牌有五月花、柔情、得意、橘子工坊等。依 1Q20 營收比重而言，漿紙占比 24%，工紙紙器占 41%，消費品約占 16%，其他事業 18%。永豐餘集團擁有多間跨足不同產業之上市公司，專營文紙及特紙的華紙(1905)、特殊應用材料的申豐(6582)、生技醫療的太景(4157)、沈氏(8921)、先豐(5349)、電子紙聞名的元太(8069)以及永豐金(2890)等；另外，子公司永道無限射頻標籤，目前為全球第二大 RFID ODM 廠，年產能約 30 億片。

二、2Q20 EPS 0.76 元，優於預期

2Q20 營收 173.5 億元，QOQ 7.1%，YOY -8.5%，稅後淨利 12.67 億元，QOQ 99.4%，YOY 135%，EPS 0.76 元，優於預期。營收季增主要因為疫情較上季趨緩，年衰退主因為受新冠肺炎疫情影響下游需求減弱；獲利成長主要因為(1)產品組合改善，高毛利產品出貨量增加；(2)永豐餘有進行費用樽節，2Q20 費用 QOQ -9.9%，YOY -8.4%；(3)業外永豐金現金股利提早於第二季發放，故稅後淨利優於預期。

以事業群而言，工紙紙器 2Q20 營運加溫，營收 QOQ 19%；消費品雖因第一季衛生紙品大賣而呈現營收季減，然產品組合優化，營業利益 QOQ 23%；其他事業群的申豐特用，受惠疫情影響醫療用乳膠手套，需求暢旺，營業利益 QOQ 159%。

三、進入下半年旺季，預期 3Q20 QOQ 呈中至高個位數
永豐餘七月份營收 60 億元，MOM 9%，YOY -6.2%，累計營收 YOY -7.5%，達成元富 3Q20 營收預估值 32%，符合預期。2Q20 中國復工營運加溫，3Q20 預期在傳統工紙紙器下半年旺季需求將更進一步好轉，七月營收 MOM 已翻正，營收收復過往 60 億元水準，預期營收有望逐月往上。惟受疫情因素以及雨災影響下游需求前景不確定性仍高，但因進入傳統旺季以及疫情趨緩的狀況下預期營運持續好轉，預估 3Q20 營收 187 億元，QOQ

-7.9%，YOY -2%，稅後淨利 5.4 億元，QOQ -57%，YOY -54%，EPS 0.33 元。

四、維持中立理由

展望永豐餘今年營運，占營收比重最大的工紙紙器受疫情影響，雖預期營運持續好轉，惟下游需求前景較不明朗；而漿價低迷處於谷底位置，雖有上漲空間但仍需觀察需求狀況；消費品產品組合改善有成，惟待疫情和緩後恐有下降趨勢。

預估 2020 年營收 725.3 億元，YOY -3%，稅後淨利 29.9 億元，YOY 31%，EPS 1.8 元。永豐餘目前評價處近年 0.5 至 0.7 倍淨值區間中值，評價合理，維持中立評等，目標價 17 元。

Comprehensive Income Statement							NT\$m
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	16,192	17,346	18,714	20,281	76,440	74,760	72,533
Gross profit	3,194	3,285	3,181	3,532	11,685	12,562	13,193
Operating pr	916	1,234	843	920	2,360	2,991	3,914
Total non-op	8	717	45	-58	566	565	712
Pre-tax profit	924	1,950	889	863	2,926	3,556	4,626
Net profit	635	1,267	541	552	1,440	2,286	2,994
EPS	0.38	0.76	0.33	0.33	0.87	1.38	1.80
Y/Y %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Net sales	-6.8	-8.5	-2.0	4.9	14.5	-2.2	-3.0
Gross profit	21.5	-2.6	2.6	2.1	-2.7	7.5	5.0
Operating pr	165.4	8.9	23.9	10.6	-20.3	26.7	30.9
Net profit	423.7	135.0	-54.2	23.8	-10.4	58.7	31.0
Q/Q %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F			
Net sales	-16.3	7.1	7.9	8.4			
Gross profit	-7.7	2.8	-3.2	11.0			
Operating pr	10.1	34.6	-31.6	9.1			
Net profit	42.4	99.4	-57.3	2.1			
Margins %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Gross	19.7	18.9	17.0	17.4	15.3	16.8	18.2
Operating	5.7	7.1	4.5	4.5	3.1	4.0	5.4
Net	4.4	8.9	3.7	3.4	2.6	3.6	5.0



