

正隆 (1904)

個股資料

評等：	買進
目標價：	33.5
收盤價：	30.4
每股淨值：	25.57
PER：	10.0
PBR：	1.15
外資持股：	8.51
投信持股：	0.08
融資使用率：	0.39
融券使用率：	0.00

產品組合

產品項目	營收比重(%)
紙業	94.6
其他	5.4

配股息資訊

現金股息	1.90
股票股利	0.00
除息日	2022/6/28

研究員聯絡方式

訪談方式：	評等調整
研究員：	林子期
電話：	(02) 25456888
電子信箱：	450@entrust.com.tw

評等定義：

強力買進	未來一季可能有 25%以上空間
買進	未來一季可能有 10~25%空間
區間持有	未來一季可能有 0~10%空間
中立	未來一季可能<0%

投資建議

- 正隆投資評等建議買進，目標價 33.5 元；隱含漲幅 11%，預估 2023 年稅後 EPS 3.0 元，投資建議在本益比 6~11 倍區間操作，主要理由如下：
 - (1) 總統首度宣布，國內將成立自主的碳交易平台，以達成減碳目標。證期局與證交所將著手籌設台灣碳權交易所，激勵上市造紙公司。
 - (2) 正隆以越南為營運重心，受惠越南 FDI 暴增，後續經濟與製造業樂觀以待，對營運展望轉趨樂觀。
 - (3) 公司長線本益比不高，獲利穩健，為長投標的。

訪談摘要

- 全球各國聚焦減碳。歐盟、美國、英國、日本、韓國以及臺灣都已宣示 2050 年達到淨零碳排，歐盟規畫從 2023 年開徵碳關稅。碳稅、碳權成為經濟新制約，造紙業擁有固碳產業鏈，可望受惠。
- 正隆已取得國際碳權交易資格，註冊 7.9 萬公噸碳權，可進行增量抵換交易，累積再生能源憑證 11,917 張。
- 國際廢紙價格從去年 275 美元回檔，目前在每噸 180 美元間。短纖木漿 (LBKP)，由年底 900 美元歷史高點，修正到每噸 780 美元。隨著南美新產能投入，預估價格可能繼續向下。
- 2022 年營收 439.2 億元、年減 2%，稅後淨利 25.2 億元，每股盈餘 2.27 元，擬配發現金 1.1 元。第二季獲利因業外，仲裁補償金額約 1.77 億元人民幣，每股獲利貢獻度約 0.7 元。
- 產能部分，台灣及越南上半年有重要工程商轉。台灣是竹北廠高效能生質熱電系統及大園廠再生白漿線。越南除了南越的平陽紙廠第 2 期工紙產線及濱吉紙器廠外，北越的首座北江紙器廠也將在上半年商轉。
- 已啟動越南第 3 條工紙產線建置規劃，布建越南百萬噸級一條龍造紙基地，朝亞洲低碳綠能新紙業的目標邁進。

年度 EPS 預估

單位：億元、元

年度	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前盈餘	稅前 EPS	稅後 EPS
2019	403.9	22.8	8.7	-1.3	110.8	29.9	2.69	2.08
2020	400.7	26.5	12.5	-0.6	110.8	47.7	4.31	3.36
2021	449.9	22.7	10.2	0.9	110.8	49.9	4.50	3.58
2022	439.2	16.7	3.8	2.9	110.8	32.0	2.88	2.27
2023(F)	452.7	19.4	6.9	2.3	110.8	41.8	3.77	2.95

訪談內容

公司產品

- 正隆股份有限公司於 1959 年 2 月 4 日成立，以造紙及紙業加工為核心，用心創新，推出多樣化紙品，建構完整紙業供應鏈，並發展為多角化經營之集團規模。總公司設於新北市板橋區，於台灣、中國和越南，共設有造紙廠 5 座及 19 座紙器廠，產銷版圖橫跨全球。全集團紙類產品（紙張及紙板）年產能逾 210 萬噸，紙器年產能超過 17 億平方米，為全球百大紙業公司之一，也是台灣規模最大的工業用紙及紙器公司。
- 正隆產品研發，引進自動化設備，進行製程、流程的改善與合理化，以提升服務品質與經營績效。近年來，持續深化造紙紙器加工一貫化產銷經營，推展全方位紙包裝服務，並透過綠色生產、節能減排及低碳環保等永續發展策略，產品與製程兼具創新及環境友善，深獲國內外紙業包裝客戶與消費者一致肯定，是多家國際知名品牌綠色包裝夥伴。
- 正隆集團產銷概況如下：造紙生產 190 萬 7,068 公噸。紙器生產 14 億 3,020 萬平方公尺。造紙銷售 111 萬 944 公噸；紙器銷售 13 億 9,302 萬平方公尺。
- 2022 年營收 439.2 億元、年減 2%，稅後淨利 25.2 億元，每股盈餘 2.27 元，擬配發現金 1.1 元。第二季獲利因業外，仲裁補償金額約 1.77 億元人民幣，每股獲利貢獻度約 0.7 元。
- 產能部分，台灣及越南上半年有重要工程商轉。台灣是竹北廠高效能生質熱電系統及大園廠再生白漿線。越南除了南越的平陽紙廠第 2 期工紙產線及濱吉紙器廠外，北越的首座北江紙器廠也將在上半年商轉。

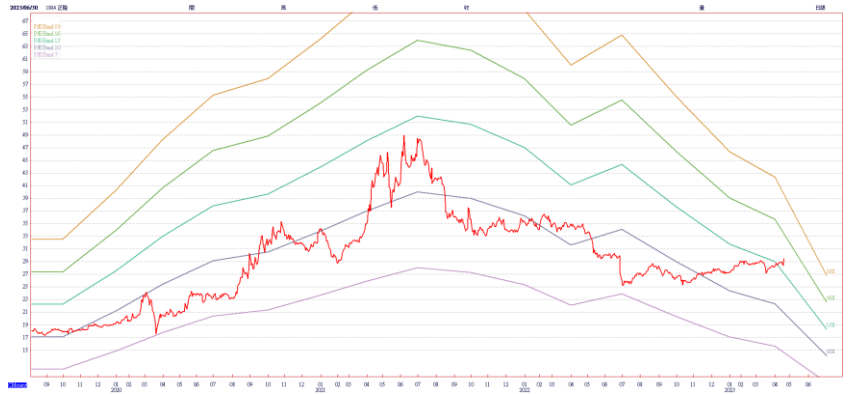
營運現況

- 國際廢紙價格從去年 275 美元回檔，目前在每噸 180 美元間。短纖木漿（LBKP），由年底 900 美元歷史高點，修正到每噸 780 美元。隨著南美新產能投入，預估價格可能繼續向下。
- 第一季出口產業需求明顯弱。美國升息對經濟前景比較悲觀，導致消費縮手，影響消費力道及全球產業供應鏈。造紙業景氣跟著連動，營運偏弱。
- 通膨推升造紙廠成本，正隆採用再生漿的工紙產品，因原料進口廢紙價格居高、煤炭等燃料、運價高漲，導致美國進口廢紙價格漲幅超過八成，雖然有所回檔，但比起疫情前 AOCC 每噸只要 100 多美元，成本還是遽增。
- 戰爭推升煤炭等燃料價格上揚，廢紙原料、燃料合計占成本比重超過八成。公司有發動漲價，包括工紙及紙箱售價平均調漲超過一成。但由於成本居高不下，目前的售價還沒辦法完全反映成本。
- 正隆策略上將經營重心轉到台灣、越南。在大陸已沒有造紙廠，只剩下紙器廠，受大陸紙業寒冬影響相對較小。一些出口導向的客戶需求，明顯有減弱，由於現在美國升息打通膨，對經濟前景比較悲觀，導致消費縮手，連帶影響工紙需求。

未來成長動能

- 在疫情逐漸緩解、產線轉移回台、新興科技需求暢旺等影響之下，出口預估將大幅增長。
- 中國紙業市場因禁廢令 2021 年 1 月起正式上路，加上中美貿易戰與全球供應鏈分散佈局趨勢，對公司而言將是海外業務成長契機；中國、越南兩地為使經濟盡快復甦，推出各種產業振興政策刺激市場，衍生的包裝需求將使紙業受惠，環境有效地發揮利多。
- 循環經濟為公司發展重點，推動專案、改善製程、推廣低碳永續產品。在造紙方面投資綠能、智慧循環及開發載帶紙，家紙從純漿到環保衛生紙、紙尿褲與洗劑等新領域的開拓；在紙器服務領域從大批量紙箱擴展到冷凍、保鮮、防水等功能性訂單，提升包裝設計能力及評估軟包材等新領域；在總公司也成立永續部強化 ESG 等等，均是提升公司及產業價值的展現。
- 公司主要經營方針：1. 產銷資源整合，發揮綜效；力推數位轉型，建構智慧產銷系統。2. 研發創新，培育國際人才；深耕台灣市場，聚焦海外成長。3. 掌握市場脈動，確保優質料源，建構綠色供應鏈競爭力。4. 整合包裝服務體系，提升客戶價值；品牌行銷經營，擴大市佔率。5. 優化庫存，活化資產；效益評估，謹慎投資。6. 強化低碳綠能，發展循環經濟，實踐永續理念。

歷史本益比區間



各季 EPS 預估

單位：億元、元

年季	營收(億元)	毛利率(%)	營業利益率(%)	業外收支率(%)	股本(億元)	稅前盈餘(億元)	稅前EPS(元)	稅後EPS(元)
202201	112.8	19.6	7.0	1.6	110.8	9.7	0.87	0.67
202202	115.3	17.2	4.7	10.7	110.8	17.7	1.60	1.12
202203	106.2	12.6	-0.4	2.8	110.8	2.5	0.23	0.20
202204	105.0	17.1	3.6	-1.6	110.8	2.0	0.18	0.28
202301(F)	101.8	19.9	6.1	2.4	110.8	8.7	0.78	0.64
202302(F)	120.3	20.6	8.6	2.1	110.8	12.8	1.16	0.88
202303(F)	113.3	18.3	5.9	2.5	110.8	9.6	0.86	0.68
202304(F)	117.3	18.7	6.7	2.4	110.8	10.7	0.97	0.75

單月營收概況及預估

單位：億元

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022年	39.3	32.8	40.8	38.6	39.2	37.6	36.6	35.1	34.2	34.0	35.7	35.6
2023年	28.6	35.3	37.8	39.5	40.9	39.9	38.6	35.3	39.4	36.0	40.3	41.0
MOM	-19.5%	23.3%	7.1%	4.3%	3.7%	-2.6%	-3.3%	-8.5%	11.7%	-8.7%	11.9%	1.8%
YOY	-27.2%	7.5%	-7.3%	2.4%	4.3%	6.1%	5.4%	0.5%	15.4%	6.0%	12.7%	15.2%
2022年	113.0			115.4			105.8			105.3		
2023年	101.8			120.3			113.3			117.3		
QOQ	-3.3%			18.2%			-5.8%			3.6%		
YOY	-9.9%			4.3%			7.0%			11.4%		

財務資料

年季	負債比率(%)	流動比率(%)	速動比率(%)	應收款項週轉天數	存貨週轉天數	營業費用率(%)	每股營業現金流量(元)	資產報酬率(%)	股東權益報酬率(%)
202101	54.8	145.8	97.1	64.9	94.6	13.6	0.8	2.0	4.6
202102	55.5	138.4	92.4	60.3	89.3	13.1	0.8	1.8	4.0
202103	57.3	122.6	78.2	62.2	89.6	12.6	0.4	1.2	2.8
202104	57.3	144.5	96.3	59.4	82.0	10.9	1.3	1.2	2.9
202201	59.5	134.9	88.5	64.9	87.5	12.6	0.8	1.1	2.7
202202	58.8	137.8	91.7	58.2	85.4	12.6	1.3	2.1	5.1
202203	58.3	146.9	92.4	59.3	91.3	13.1	0.1	0.4	0.9
202204	58.2	153.2	96.2	57.1	98.6	13.5	2.3	0.4	1.0

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。