

玖龙纸业 (02689.HK) 深度研究报告

强推 (首次)

目标价: 15.4 港元

当前价: 11.0 港元

包装纸行业龙头, 产业链延伸稳固成本优势

- ❖ **包装纸行业龙头, 产业链逐步拓宽。**公司成立于1995年, 为一家现代化的废纸环保造纸企业, 产品包括多样化的包装纸以及环保型文化用纸和特种纸。2020年包装纸业务营业收入占比86.71%, 为公司核心业务, 近年来保持稳定增长。面对原料缺少、行业竞争加剧的形势, 公司积极开拓原材料获取渠道, 收购下游包装厂业务, 加强产业链垂直整合优势, 并新增文化纸、特种纸和“江龙”系列产品, 增加市场份额, 竞争优势明显。
- ❖ **专注主业产能稳步扩张, 全国布局铸造成本优势。**公司自成立以来专注于包装纸主业, 历时十余载建设四主四副生产基地, 全国供应格局初步成型, 截至2020年6月30日, 公司共拥有箱板纸/瓦楞纸/白板纸/文化纸/特种纸产能908/340/260/112/32万吨, 拥有木浆及再生浆产能85.3万吨, 产能位居全国首位, 规模效应显著。公司在各个生产基地均配套电热联产设备, 可以节约三分之一的能源成本, 还拥有太仓、重庆、东莞码头三个自有码头, 产港车实现协同, 有效降低运输费用, 成本优势行业领先。
- ❖ **外废收紧加速行业分化, 下游需求有望快速增长。**废纸进口政策逐渐收紧, 龙头企业享受主要废纸进口配额, 在原料转换的过程中仍能享有一定的成本优势空间。随着2021年将停止外废进口, 国内或将面临废纸原料短缺, 龙头企业通过海外建设纸厂浆厂的方式实现自身原料供需平衡, 降低原料波动带来的影响, 预计未来小型造纸企业由于成本过高逐渐退出市场, 龙头企业凭借原材料优势市占率将进一步提升。此外快递领域箱板纸替代塑料包装需求有望达到500万吨, 预计将带动下游需求快速增长, 利好龙头企业业绩增长。
- ❖ **海内外布局保障原料优势, 上下游延伸稳固龙头地位。**为应对外废进口收紧带来的原材料缺口问题, 公司不断优化废纸采购渠道, 国内投资建设废纸供应链, 海外积极开拓废纸浆进口渠道, 同时加快国内外纸浆布局, 到2022年底, 公司预计将拥有126万吨再生浆产能和207万吨木浆产能, 进一步扩大成本优势, 在外废收紧背景下提升公司竞争力。同时公司稳步扩张包装原纸和纸板产能, 预计到2023年, 公司包装原纸产能在现有基础上将提升285万吨至1793万吨, 包装纸板及纸箱产能也将在现有的10亿平方米上继续扩充, 届时公司在包装纸行业的龙头地位预计将更加稳固。
- ❖ **外废收紧背景下上游布局带来成本优势, 下游扩张提升龙头地位, 首次覆盖, 给予“强推”评级。**外废收紧有望加速市场份额向龙头集中, 下游箱板纸替代需求明显。公司凭借海外浆纸供应链布局和领先行业的生产规模, 成本优势显著, 随着公司凭借多元化布局打开销售局面, 市场份额预计将继续提升, 未来业绩有望加速增长。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为45.76/49.61/56.33亿元, 对应EPS分别为0.98/1.06/1.20元, 对应当前股价PE分别为10/9/8倍, 综合考虑公司龙头地位、领先的生产规模、外废收紧背景下的成本优势以及下游市场发展潜力, 首次覆盖给予公司13.2元(15.4港元)目标价, 对应2021年14倍PE, 2022年13倍PE, 给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**宏观经济不振导致造纸行业需求疲弱, 原材料价格剧烈波动, 行业竞争加剧。

华创证券研究所

证券分析师: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	51,525	60,570	68,520	76,348
同比增速(%)	-6.1%	17.6%	13.1%	11.4%
归母净利润(百万)	4,168	4,576	4,961	5,633
同比增速(%)	8.0%	9.8%	8.4%	13.6%
每股盈利(元)	0.89	0.98	1.06	1.20
市盈率(倍)	10.6	9.6	8.9	7.8
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年11月4日收盘价

投资主题

报告亮点

本篇报告是我们发布的首篇玖龙纸业个股深度覆盖报告，本篇报告重点对公司产业链一体化布局进行分析，包括对上游废纸采购及再生浆产能建设、造纸基地产能扩张及海内外并购历史情况、下游包装业务发展进行了详细梳理，分析公司产业链垂直整合布局。此外，外废政策收紧及新版限塑令颁布对包装纸行业影响重大，本篇报告对废纸政策进行梳理，对新版限塑令颁布带来的箱板纸需求进行测算，分析箱板纸相关政策为公司带来的行业机会。

投资逻辑

行业端： 1) 我国废纸进口政策近年来逐步收紧，预计 2021 年停止外废进口。能够用较低成本获得废纸原材料的龙头企业具有核心优势。2) 新版限塑令大幅提升箱板纸需求。预计箱板纸 2025 年来自快递领域的替代需求为 491 万吨。
公司端： 1) 废纸采购渠道优化保障原材料供应，积极进行国内外纸浆布局，通过收购美国、马来西亚等地浆纸厂以及新建产线获得高质量的外废原料，实现从源头控制原材料降低成本。2) 稳步扩产提升市场份额，预计到 2023 年，公司的包装纸产能将提升 18.90% 至 1793 万吨，主业稳步扩张，凭借多元化产品布局切入低端市场，公司市占率有望继续提升。3) 下游整合收购包装业务，完善产业链布局，对提升营运效率、扩大业务量和收益、降低营运及财务成本、提升议价权等带来多方协同效益。

关键假设、估值与盈利预测

我们选择 DCF 模型对公司进行估值定价，主要关键假设为：1) 公司未来新增产能能够顺利投产并快速消化；2) 上游原材料价格没有出现大幅波动；3) 公司浆产能顺利投产，废纸供应没有出现严重短缺。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 45.76/49.61/56.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.06/1.20 元，对应当前股价 PE 分别为 10/9/8 倍，综合考虑公司龙头地位、领先的生产规模、外废收紧背景下的成本优势以及下游市场发展潜力，首次覆盖给予公司 13.2 元 (15.4 港元) 目标价，对应 2021 年 14 倍 PE，2022 年 13 倍 PE，给予“强推”评级。

目录

一、不忘初心终成行业龙头，规模效应逐步显现.....	6
(一) 包装纸行业龙头，产业链逐步拓宽.....	6
(二) 专注主业产能稳步扩张，全国布局铸造成本优势.....	7
(三) 盈利能力优于行业，债务结构持续改善.....	10
二、外废收紧加速行业分化，下游需求有望快速增长.....	15
(一) 国内产销基本平衡，行业集中度显著提升.....	15
(二) 限废令下预计废纸供应将出现缺口，推动行业持续分化.....	18
(三) 箱板纸 2025 年快递领域塑料包装替代需求有望达到 500 万吨.....	23
三、海内外布局保障原料优势，上下游延伸稳固龙头地位.....	25
(一) 废纸采购渠道优化&海内外浆产能扩张，双管齐下保障原材料优势.....	25
(二) 稳步扩产提升市场份额，下游延伸完善产业链布局.....	26
四、外废收紧背景下上游布局带来成本优势，下游扩张提升龙头地位，首次覆盖，给予“强推”评级.....	28
(一) 盈利预测：预计未来三年归母净利润分别为 45.76/49.61/56.33 亿元.....	28
(二) 估值：综合 PE 估值与 FCFE 估值，首次覆盖给予公司 13.2 元（15.4 港元）目标价.....	28
五、风险提示.....	29

图表目录

图表 1	公司主要产品	6
图表 2	包装纸为公司核心业务	7
图表 3	主要业务稳定增长	7
图表 4	玖龙纸业发展历程	8
图表 5	截至 2020 年 6 月 30 日玖龙纸业纸机分布情况	8
图表 6	截至 2020 年 6 月 30 日玖龙纸业国内产能分布情况	9
图表 7	玖龙纸业产港车协同保证物流畅通	9
图表 8	规模以上企业营业收入及同比增速	10
图表 9	玖龙纸业营业收入及同比增速	10
图表 10	规模以上企业净利润及同比增速	10
图表 11	玖龙纸业净利润及同比增速	10
图表 12	玖龙纸业毛利率与可比公司比较	11
图表 13	玖龙纸业净利率与可比公司比较	11
图表 14	玖龙纸业销售费用率与可比公司比较	11
图表 15	玖龙纸业吨均销售费用	11
图表 16	玖龙纸业管理费用率基本保持业内最低	12
图表 17	玖龙专利数量 2012 年以来快速增长	12
图表 18	玖龙纸业财务费用率下降	12
图表 19	长、短期借款利率下降	12
图表 20	资产负债率先增长后下降至行业较低水平	12
图表 21	扩张期固定资产快速增加	12
图表 22	玖龙纸业及子公司债权融资情况	13
图表 23	有息资产负债率下降	13
图表 24	美元负债占比自 2016 年保持较低水平	13
图表 25	各币种负债长期实际利率近年保持下降	14
图表 26	各币种负债短期实际利率总体下降	14
图表 27	利息保障倍数上升, 偿债能力提高	14
图表 28	玖龙纸业股权融资金额 (亿港元)	15
图表 29	玖龙纸业净利润、分红 (亿元)、股利支付率	15
图表 30	玖龙纸业股权结构图	15
图表 31	纸及纸板产量消费量及增速	16
图表 32	纸及纸板进出口总额及占比	16
图表 33	各纸种产量占比	16
图表 34	人均用纸量变化 (kg)	16
图表 35	规模以上造纸企业数量变化	17
图表 36	造纸行业集中度逐年增加(CR20)	17
图表 37	箱板纸行业产量消费量	17
图表 38	箱板纸/瓦楞纸国内企业市占率	17

图表 39	箱板纸价格毛利空间.....	18
图表 40	国内箱板纸库存.....	18
图表 41	我国进口废纸政策逐步收紧.....	18
图表 42	废纸原料结构情况.....	19
图表 43	废纸价格及国内外价差.....	20
图表 44	外废配额进口量统计 (单位: 万吨)	20
图表 45	国内废纸回收利用情况.....	21
图表 46	2020 年国内废纸回收情况预测.....	21
图表 47	箱板纸进出口及依存度.....	22
图表 48	瓦楞纸进出口及依存度.....	22
图表 49	造纸行业主要公司海外产能布局情况.....	22
图表 50	2020 年我国快递行业绿色包装发展目标.....	23
图表 51	2018-2019 我国各邮政快递企业绿色包装举措.....	23
图表 52	箱板纸替代邮政快递领域不可降解塑料包装规模预测.....	24
图表 53	玖龙纸业废纸采购情况.....	25
图表 54	公司加快国内外纸浆产能布局.....	25
图表 55	玖龙纸业分纸种销量/产能 (%)	26
图表 56	公司未来造纸产能扩张计划.....	26
图表 57	预计 2023 年公司造纸产能结构.....	27
图表 58	公司箱板纸、瓦楞纸市占率变化.....	27
图表 59	玖龙纸业包装基地基本情况.....	27
图表 60	可比公司估值情况.....	28
图表 61	FCFF 估值核心假设.....	28

一、不忘初心终成行业龙头，规模效应逐步显现

(一) 包装纸行业龙头，产业链逐步拓宽

玖龙纸业是包装纸行业龙头企业，产业链逐步往上下游延伸。公司成立于1995年，为一家现代化的废纸环保造纸企业，产品包括多样化的包装纸及纸板，包括卡纸(牛卡纸、环保牛卡纸、白面牛卡纸及涂布牛卡纸)、高强瓦楞芯纸及涂布灰底白板纸，以及环保型文化用纸(包括双胶纸、办公用纸)和特种纸(包括电容器纸、绝缘纸)。面对原料缺少、行业竞争加剧的形势，公司积极开拓原材料获取渠道，收购下游包装厂业务，加强产业链垂直整合优势，并新增“江龙”系列产品，增加市场份额，竞争优势明显。

图表 1 公司主要产品

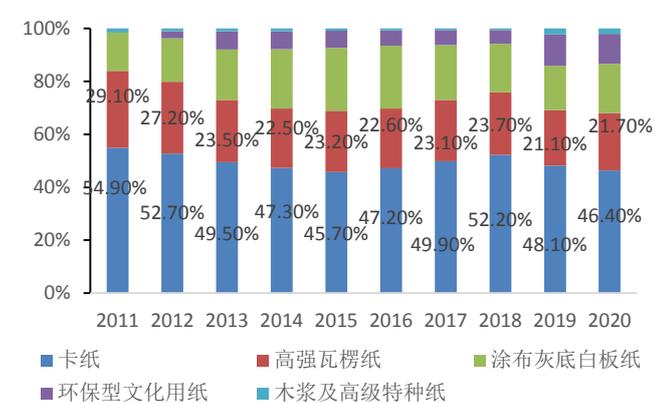
业务类型	产品名称	产品图示	产品说明
包装纸产品	牛卡纸		牛卡纸是一种以本色木浆及废纸制造的本色卡纸。
	再生牛卡纸		再生牛卡纸乃由 100% 废纸制造, 切合若干客户低成本或更符合环保的要求。
	白面牛卡纸		白面牛卡纸是三层的纸张, 其中面层已漂白, 以迎合需要白色表面作为外观或超强印刷适性的客户。
	涂布牛卡纸		涂布牛卡纸是四层的纸张, 其中面层是在漂白浆上进行涂布, 兼顾牛卡纸强度高和涂布白板纸适印性好的优点, 可替代传统的涂布白板纸使用。
	高强瓦楞芯纸		与标准瓦楞芯纸比较, 相同基重及已作表面施胶的高强瓦楞芯纸能达到至超强的强度及物理特性, 能减轻包装重量、减小体积及所用材料, 节省客户的运送成本。
	涂布灰底白板纸		涂布灰底白板纸为一种纸板, 纸板的一面有光滑的涂布面层, 以致具备卓越的印刷适性。涂布灰底白板纸一般用作需要高质印刷适性的小型彩盒包装物料。
	高强瓦楞纸板产品	瓦楞纸板	
高强瓦楞纸箱产品	瓦楞纸箱		集团提供 1-7 色浮水印瓦楞纸箱, 产品具有抗压稳定性强、印刷效果清晰等特点。适用于食品、电子电器、工业品、物流运输等产品的防护包装。

文化纸产品	双胶纸		双胶纸适用于印刷书刊、教材、杂志、笔记本、彩色图片，集团可提供 55—140g/m2 高品质双胶纸。
	办公用纸		办公用纸适用于彩色打印及复印、彩色喷墨及数码印刷、办公用高速黑白打印及复印。本产品经过特殊技术处理纸张表面，使办公设备磨损降至最低。

资料来源：公司官网，华创证券

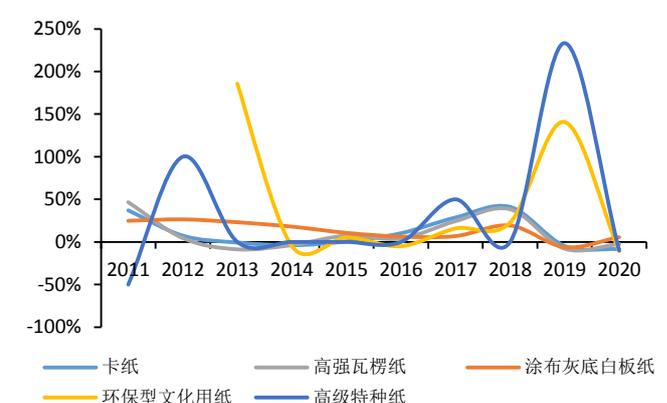
包装纸业务收入为公司营业收入主要来源。2020 年包装纸业务营业收入占比 86.71%，其中卡纸、高强度瓦楞纸、涂布灰底白板纸业务分别占比 46.4%、21.7%和 18.6%，为公司核心业务，近年来保持稳定增长，2019 年受中美贸易战影响，收入有所下滑。为增强行业竞争力和抗风险能力，公司积极拓展产品品类，2020 年文化纸及特种纸收入 66.47 亿元，占比达到 12.9%，成为公司新的业绩增长点。

图表 2 包装纸为公司核心业务



资料来源：公司年报，华创证券

图表 3 主要业务稳定增长

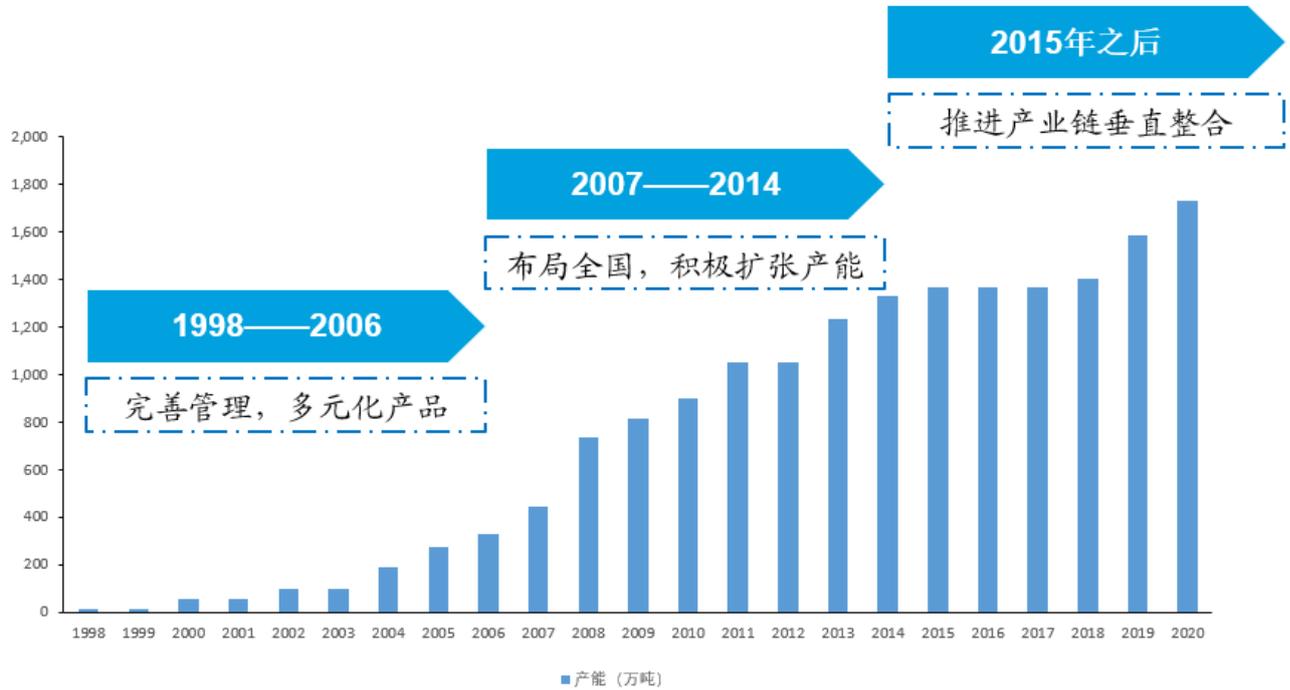


资料来源：公司年报，华创证券

(二) 专注主业产能稳步扩张，全国布局铸造成本优势

公司自成立以来专注于包装纸主业，其发展历程主要可以划分为三个阶段。**创立初期：完善管理，实现包装纸产品多元化。**1998 年，玖龙纸业一号纸机投产，主要生产牛卡纸。2002 年，太仓基地建成。2003-2006 年，涂布灰底白板纸、高强瓦楞原纸陆续出产，公司实现包装纸产品多元化，并且相继取得 ISO 品质及环境 OHSAS 职业健康及安全管理体系认证，开始走上国际标准化进程。**高速扩张期：布局全国，积极扩张产能。**2006 年 3 月 3 日，玖龙纸业在港交所主板上市，并被纳入为香港恒生综合指数成份股，此后公司大举扩张，2007-2014 年，天津、乐山、泉州、沈阳生产基地陆续建设、投产。截至 2014 年，公司生产基地全面覆盖国内主要制造业中心，总产能达到 1333 万吨/年，包装纸龙头地位不断稳固。**稳健发展期：应对挑战，推进产业链垂直整合。**2015 年后，公司阶段性扩张计划告一段落，面对环保政策趋严、废纸原料价格波动等情况，公司推进产业链垂直整合，拓展上下游资源。2018 年收购 2 家美国浆纸一体化工厂以及 2 家浆厂，2019 年收购马来西亚 1 家浆纸厂，并收购多家包装厂开拓下游业务。

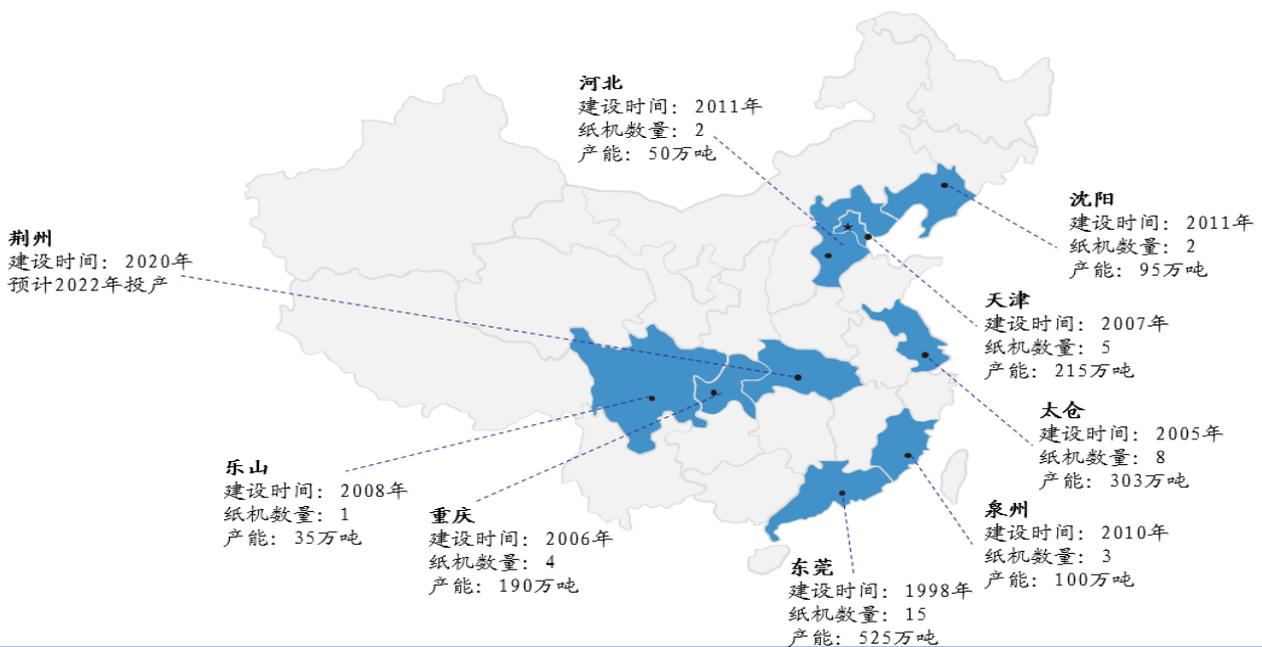
图表 4 玖龙纸业发展历程



资料来源: 公司年报, 公司官网, 华创证券

历时十余载建设四主四副生产基地, 全国供应格局初步成型。在经历初期发展阶段后, 公司开始向全国扩张, 至2014年, 公司国内生产基地战略规划基本完成, 建成了东莞、太仓、天津、重庆四大全国战略性生产基地以及沈阳、泉州、乐山、河北永新四个辅助性区域生产基地; 各生产基地充分利用当地原材料资源, 根据区域特征制定不同销售策略, 占据当地市场份额, 扩展集团盈利空间; 战略性生产基地与辅助生产基地之间, 利用区位优势, 在采购、销售等方面实现资源共享, 协同效应明显。

图表 5 截至 2020 年 6 月 30 日玖龙纸业纸机分布情况



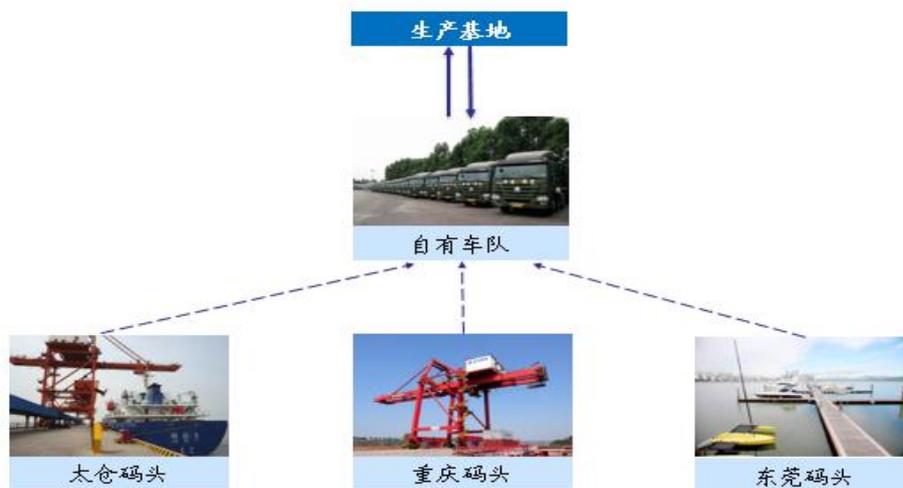
资料来源: 公司年报, 公司官网, 华创证券

图表 6 截至 2020 年 6 月 30 日玖龙纸业国内产能分布情况

基地	纸种	各纸种产能 (万吨)	总产能 (万吨)
东莞	牛卡纸	225	525
	白板纸	150	
	瓦楞纸	125	
	文化纸	25	
太仓	牛卡纸	183	303
	瓦楞纸	100	
	文化纸	20	
天津	牛卡纸	125	215
	瓦楞纸	35	
	白板纸	55	
重庆	牛卡纸	100	190
	瓦楞纸	35	
	白板纸	55	
泉州	牛卡纸	100	100
沈阳	牛卡纸	95	95
河北	牛卡纸	35	50
	瓦楞纸	15	
乐山	瓦楞纸	30	35
	特种纸	5	

资料来源：公司年报，华创证券

公司拥有三个自有码头，产港车协同保证物流畅通。在全国产能布局的基础上，公司还拥有太仓、重庆、东莞码头三个自有码头：太仓码头可容纳 5 万吨级货轮，剩余处理量可向第三方提供装卸服务；重庆码头目前主要用于接收煤炭和废纸；东莞码头年装卸能力约为 300 万吨。同时，公司自有车队备有全球定位系统，可由码头运送原材料至集团生产基地，并为客户提供全年无休的物流服务，产港车实现协同，有效降低运输费用。

图表 7 玖龙纸业产港车协同保证物流畅通


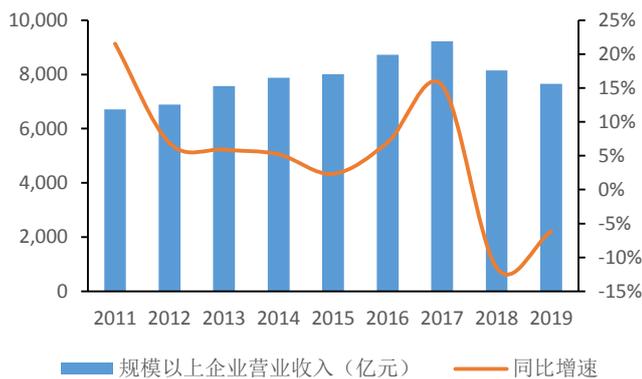
资料来源：公司官网，华创证券

我国对企业自备电厂的限制不断加码，公司自备电厂加强成本优势。在能源方面，公司也具有一定成本优势。2018年3月22日，发改委下发了《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》，对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了24条整治意见，提出除国家特殊规定，原则上不在新建、扩建燃煤自备电厂；京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建燃煤自备电厂，被称为史上最严格的燃煤电厂整治政策。而公司在各个生产基地均已配套电热联产设备，自有中央燃煤发电厂总装机容量超过1400兆瓦，主要以煤炭作为能源，为生产线提供蒸汽和电力。公司还持续开展节能电机改造，淘汰落后设备，加大节能力度，2020年电力密度为593千瓦时/吨纸，同比减少4.4%，煤炭密度为0.308吨标煤/吨纸，同比减少2.2%，蒸汽密度为1.54吨/吨纸，同比减少4.3%，相比外购电力，自备电厂发电可以节约三分之一至一半的能源成本，增强公司成本优势。

（三）盈利能力优于行业，债务结构持续改善

公司收入业绩增长较为平稳，受外部冲击影响小于行业。2011-2019年公司营收规模持续增长，2020年由于疫情冲击，实现营业收入513.41亿元，同比下降5.98%，得益于良好的成本控制，2020年净利润同比增长7.46%至41.68亿元。2018年受中美贸易战，以及进口废纸配额收紧导致废纸价格波动、环保监管力度加大提升企业生产成本等政策冲击影响，行业规模以上企业营收同比下降11.54%，净利润同比降低15.05%，公司凭借行业龙头地位获取相对较多的政府进口配额并利用国内外不同废纸供应渠道，优化原材料成本，并及时调整产品定价，加强产品销售，营业收入逆势增长34.8%，净利润同比增长79.03%，2019年外部影响进一步加大，对行业造成较大冲击，公司净利润也同比下滑50.82%，整体来看，公司业绩相对行业保持平稳，龙头优势凸显。

图表 8 规模以上企业营业收入及同比增速



资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

图表 9 玖龙纸业营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 规模以上企业净利润及同比增速



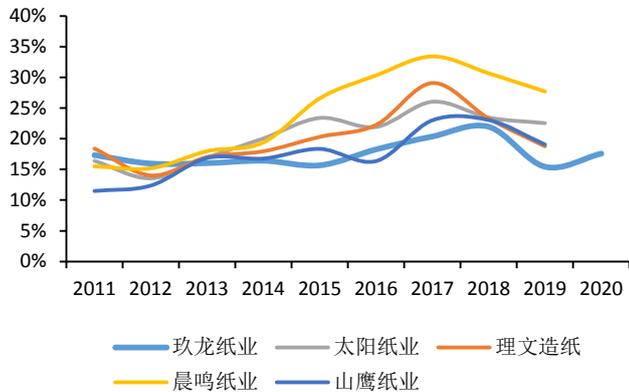
资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

图表 11 玖龙纸业净利润及同比增速

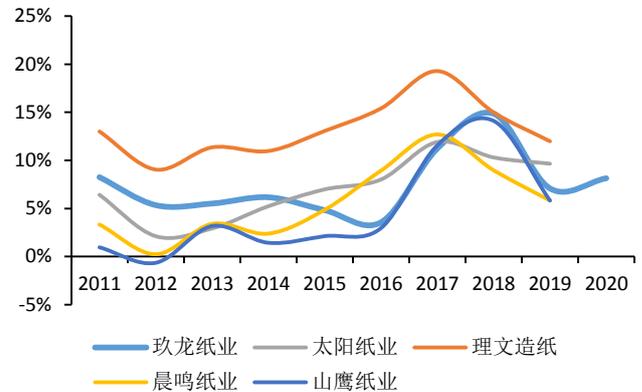


资料来源：Wind，华创证券

净利率总体高于同业，受冲击影响较大，2020年有所回升。公司由于收入主要来自利润较低的包装纸，所以毛利率低于可比公司，2020年公司毛利率有所提升。2016-2018年公司净利率保持增长，2019年由于贸易战影响，公司净利率为7.08%，同比下降7.76pct，但高于同样以包装纸为主的山鹰纸业。2020年公司净利率为8.14%，同比提升1.06pct。

图表 12 玖龙纸业毛利率与可比公司比较


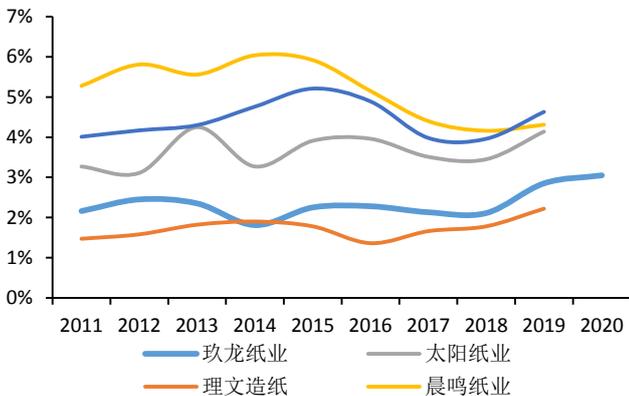
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 玖龙纸业净利率与可比公司比较


资料来源: Wind, 华创证券

费用控制较好，期间费用率保持较低水平。2016-2020年期间费用率水平低于10%，2020年期间费用率为8.15%，其中销售费用率为3.05%，管理费用率为3.62%，财务费用率为1.48%，为近十年最低水平。

销售费用率水平较低，吨均销售费用有所上升。2011-2019年公司销售费用率始终低于3%，2020年受疫情影响，销售费用率也仅为3.05%，主要由于公司销售产品多为包装纸，销售规模较大，且公司销售渠道布局完善，与下游客户关系稳定。由于外部环境的影响、行业竞争加剧等原因，公司吨均销售费用2018年以来上升较为明显，使得近两年销售费用率有所上行。

图表 14 玖龙纸业销售费用率与可比公司比较


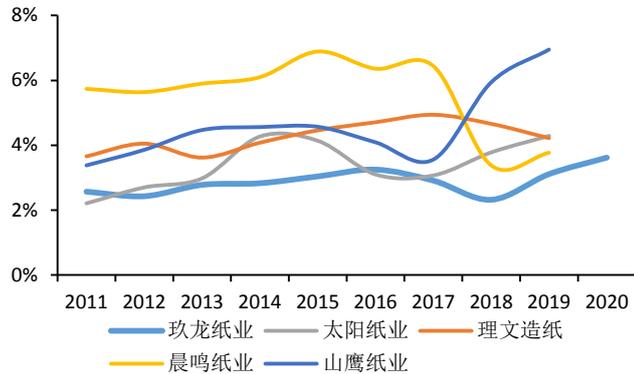
资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 玖龙纸业吨均销售费用


资料来源: Wind, 华创证券

管理水平行业领先，专利数量快速增长。2011-2019年公司管理费用率保持在2%-3%之间，基本处于业内最低水平，2020年由于新纸机试装产生的额外成本，管理费用率升至3.7%。同时，2012-2020年，公司专利数量快速增长，截至2020年6月30日公司已获取专利数量达到649个，这主要得益于公司国际化的管理水平以及较高的研发效率，预计未来公司管理效率优势将继续保持。

图表 16 玖龙纸业管理费用率基本保持业内最低



资料来源: Wind, 华创证券

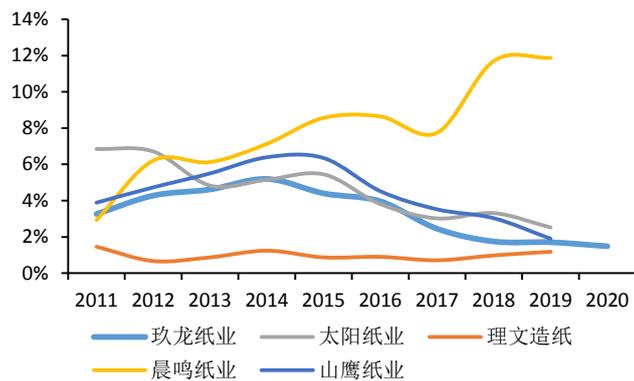
图表 17 玖龙专利数量 2012 年以来快速增长



资料来源: 公司年报, 华创证券

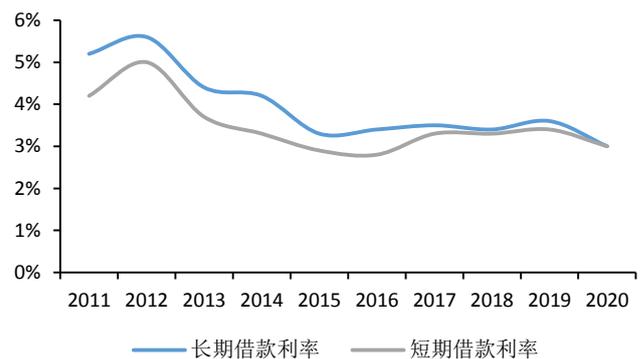
财务费用率降低, 有息负债利率持续下降。2011-2014 年, 财务费用在期间费用中占比超过 37.5%, 且费用率逐年上升, 是影响净利率的主要因素; 2015-2019 年, 由于长、短期借款利率下降、公司负债结构优化等原因, 财务费用率逐年下降, 2020 年达到 1.48% 的最低水平, 预计未来随着产能扩张放缓, 财务费用率将进一步优化。

图表 18 玖龙纸业财务费用率下降



资料来源: Wind, 华创证券

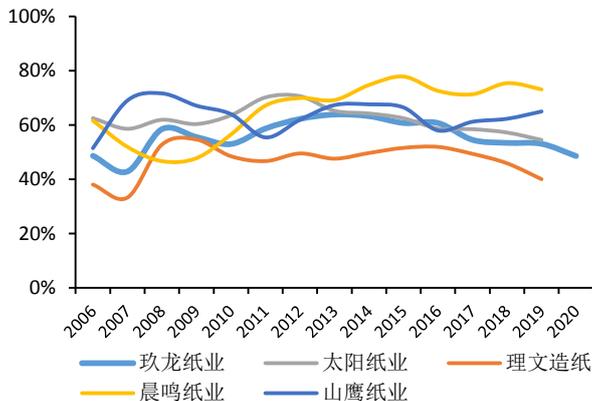
图表 19 长、短期借款利率下降



资料来源: 公司年报, 华创证券

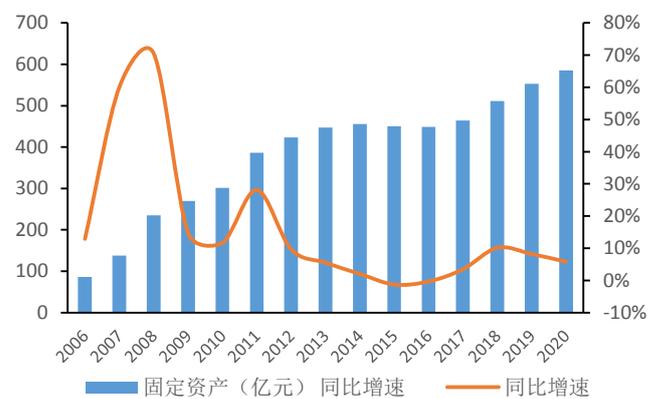
举债快速扩张时期到达尾声, 资产负债率逐渐下降, 处于行业较低水平。2006-2013 年, 公司为快速扩建产能多次进行债权融资, 资产负债率上升, 处于行业较高水平, 2013 年达到 63.87% 的最高水平。2015 年, 公司产能布局基本完成, 资产负债率自 2016 年起逐年下降至行业内较低水平, 2020 年资产负债率为 48.57%。

图表 20 资产负债率先增长后下降至行业较低水平



资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 扩张期固定资产快速增加



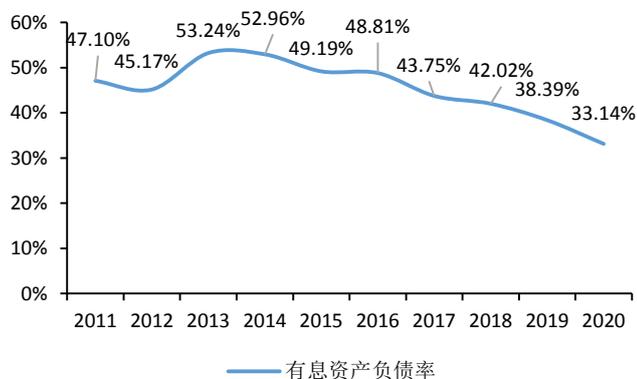
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 玖龙纸业及子公司债权融资情况

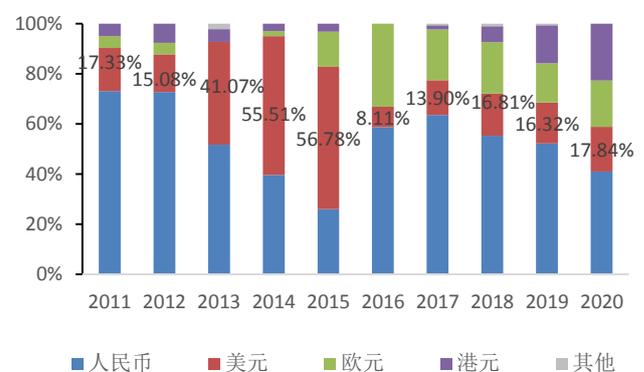
时间	币种	利率	总金额	期限	备注
2006	美元		最多 3.5 亿	4 年	全资附属公司 ND 财务与银团签订贷款协议
2007	人民币	5.25%/5.90%	40 亿	1 年	东莞玖龙发行短期融资券
	港元		最多 23 亿	5 年	全资附属公司玖龙仪器供应与银团签订贷款协议
2008	美元	7.875%	3 亿	5 年	玖龙纸业发行优先票据
2010	美元		最多 5 亿	3 年	全资附属公司玖龙环球投资与银团签订贷款协议
2011	人民币	6.78% (2012/6/30)	11 亿	3 年	东莞海龙发行中期票据
		6.78% (2012/6/30)	10 亿	1 年	东莞海龙发行短期融资券
2012	人民币	5.84% (2013/6/30)	6 亿	2 年	集团发行中期票据
	人民币	5.84% (2013/6/30)	11 亿	2 年	集团发行中期票据
	人民币	4.81% (2013/6/30)	7 亿	1 年	集团发行短期融资券
2013	人民币	5.84% (2014/6/30)	17 亿	2 年	集团发行中期票据
	人民币	5.84% (2014/6/30)	11 亿	3 年	集团发行中期票据
	人民币	6.30% (2014/6/30)	21 亿	1 年	集团发行短期融资券
2015	美元		2.5 亿	3 年	国家开发银行香港分行为玖龙纸业提供贷款
2018	美元		1.45 亿	3 年	国家开发银行香港分行为玖龙纸业提供贷款
2019	港元		最多 39 亿	3 年	全资子公司 ND Paper(U.S.) Limited 与中国银行(香港)和交通银行香港分行签订贷款协议
2020	美元		最多 3 亿	3 年	全资子公司江龙纸业与中国银行(香港)、交通银行香港分行签订贷款协议

资料来源: 公司公告, 华创证券

有息资产负债率下降, 负债结构优化。2013 年以来公司有息资产负债率持续下降, 从最高点 53.24% 显著下降至 33.14%。此外, 有息负债结构得到改善。2013-2015 年间, 为节约融资成本, 公司广泛使用外币借贷, 美元债务占有息负债比例最高达到 56.78%, 2016 年开始, 境内外借贷利率差距明显收窄, 为减小汇率风险, 公司积极将外币债务转换为人民币债务, 美元债务比例显著下降。并且, 各币种债务长、短期实际利率 2016 年来整体呈现下降趋势, 公司负债结构优化, 资本成本未来有望下降。

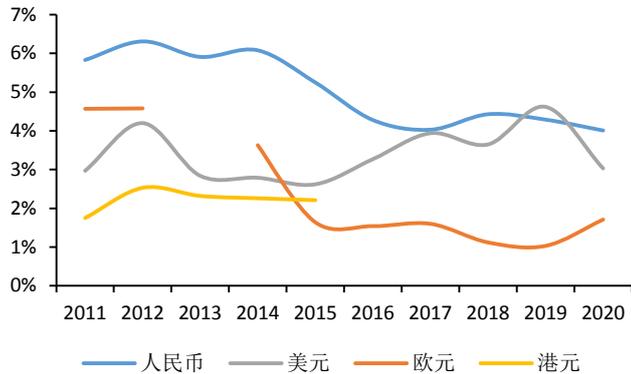
图表 23 有息资产负债率下降


资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 美元负债占比自 2016 年保持较低水平


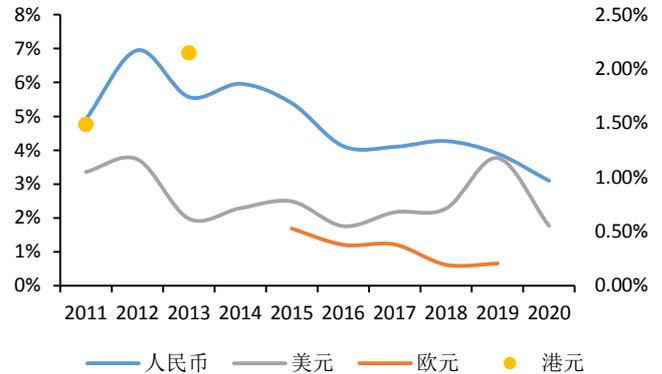
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 25 各币种负债长期实际利率近年保持下降



资料来源: 公司年报, 华创证券

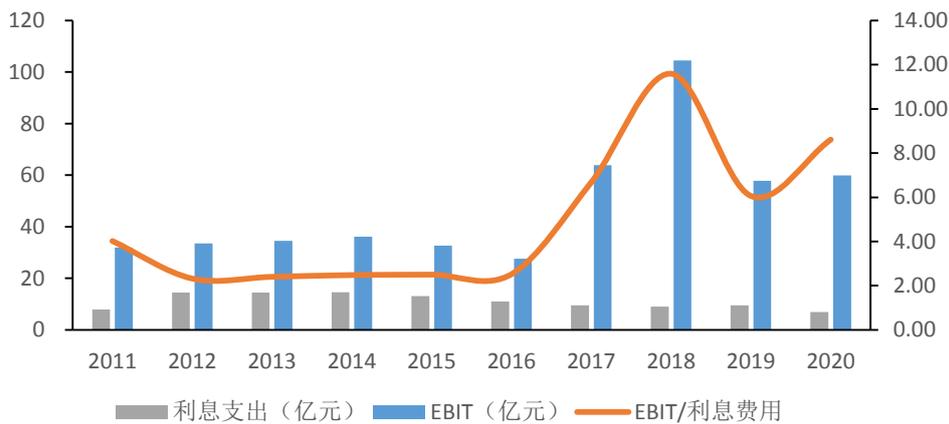
图表 26 各币种负债短期实际利率总体下降



资料来源: 公司年报, 华创证券

负债情况预计将持续改善, 偿债能力有望进一步提高。公司有息负债结构优化, 利息支出自 2014 年之后呈下降趋势, 除 2019 年公司受贸易战冲击影响较大导致利息保障倍数下降外, 2016 年后利息保障倍数均呈上升趋势, 偿债能力不断提高。伴随新增产能投入完成, 短期内资本支出将保持较低水平, 产能充分转换为业绩后, 预计公司偿债能力将进一步增强。

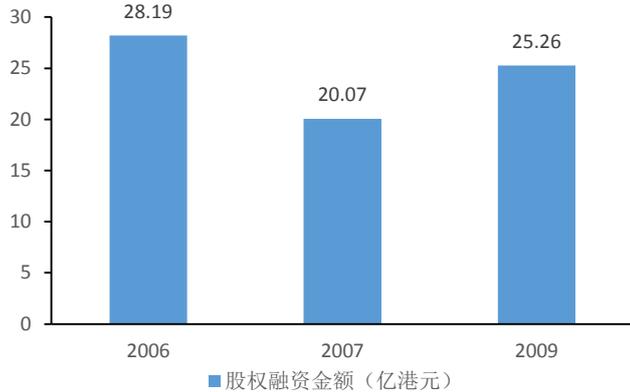
图表 27 利息保障倍数上升, 偿债能力提高



资料来源: Wind, 华创证券

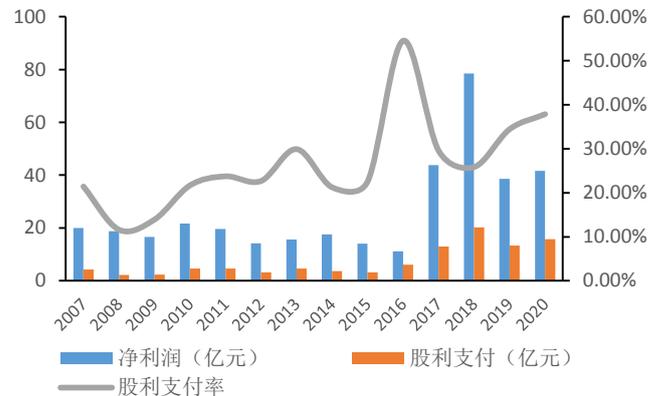
公司共进行过三次股权融资, 股息支付率稳中有升, 处于较好水平。公司自 2006 年上市以来, 只在 2007 年、2009 年进行过 2 次增发融资。自 2006 年上市, 公司每年均采取现金分红, 股息支付率始终保持在 10% 以上, 整体呈上升趋势, 平均股利支付率为 26.5%。

图表 28 玖龙纸业股权融资金额 (亿港元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 玖龙纸业净利润、分红 (亿元)、股利支付率

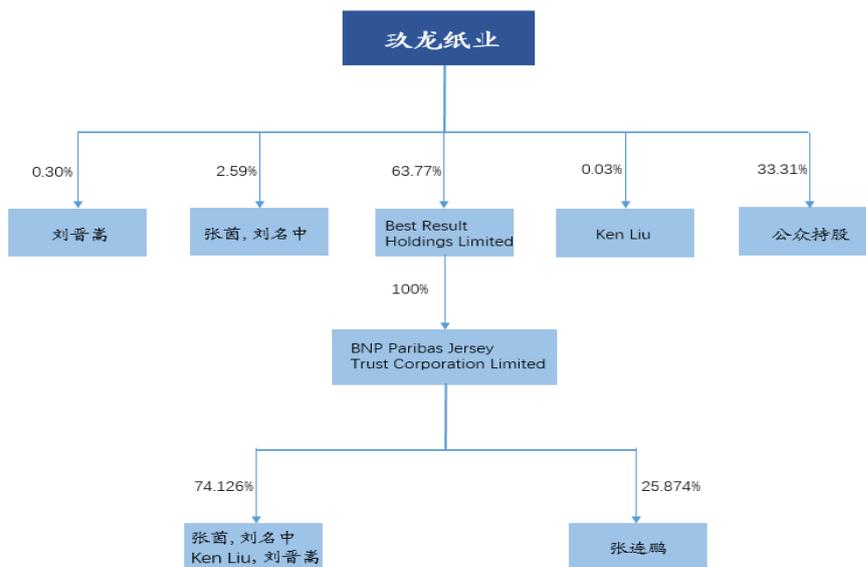


资料来源: Wind, 华创证券

股权结构稳定, 公司治理体系完善。自公司上市以来, 未曾出现过重要股东大规模减持股份等股权异动情况。张茵和家族成员通过个人直接持股以及家族信托间接持股, 始终持有超过 65% 的公司股权, 保持对公司的稳定控制。

张茵女士是公司董事长以及创始人, 曾任第十一届广东省工商联副主席, 因在环保和节能减排事业上做出的突出贡献, 被授予“2009 中国节能减排功勋人物”称号, 拥有逾 22 年的造纸经验和超过 32 年的废纸回收和国际贸易经验。

图表 30 玖龙纸业股权结构图



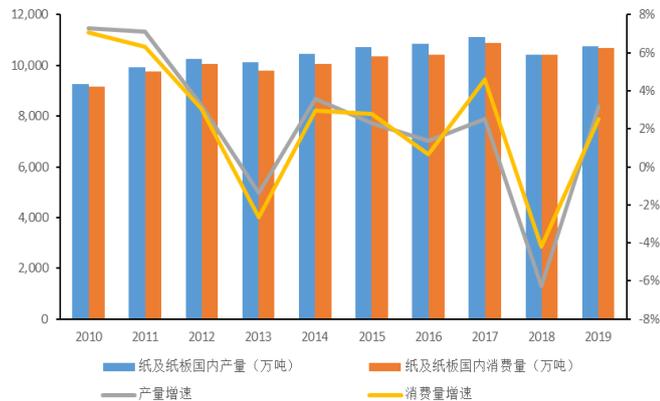
资料来源: 公司年报, 华创证券

二、外废收紧加速行业分化, 下游需求有望快速增长

(一) 国内产销基本平衡, 行业集中度显著提升

国内纸板产销基本平衡, 纸及纸板进口额近年增量明显, 预计未来进口量趋于稳定。2019 年纸及纸板国内年产量为 10765 万吨, 同比增加 3.16%; 纸及纸板国内消费量 10704 万吨, 同比增加 2.54%, 相比于前几年产能过剩的情况, 18、19 年纸及纸板基本维持产销平衡。2018 年纸及纸板产量在近十年中首次下降, 同比减少 6.2%。我们认为这是由外废价格升高, 造纸成本增加, 规模以上造纸企业数量减少, 行业集中度提高所导致, 同时这也使得纸及纸板的进口额自 2017 年起明显上升, 2019 年已达到 625 万吨, 占国内总消费量的 6%。2019 年纸及纸板国内产量为 10765 万吨, 同比增加 3%, 预计随着大型纸厂产业链一体化程度提高, 各公司产能扩大, 海外布局不断发展, 纸及纸板的产量会进一步增长, 进口额趋于稳定。

图表 31 纸及纸板产量消费量及增速



资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

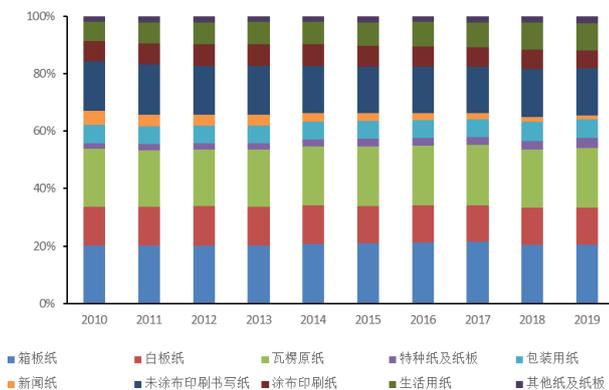
图表 32 纸及纸板进出口总额及占比



资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

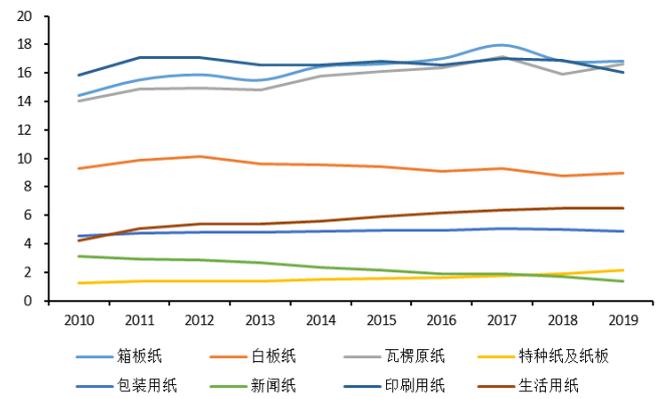
各纸种产能布局变化较小，包装纸板产能占比过半，部分纸种的人均用纸量近年小幅上涨。新闻纸产量占比逐年减少，特种纸及纸板产量占比逐年增加，其他纸种产能占比无明显变化，其中，包装纸板（箱板纸，瓦楞纸，白板纸）的年产能均达到 50% 之上。2019 年新闻纸的产量占比为 1.39%，产量同比减少 21.05%，2019 年特种纸的产量占比为 3.53%，产量同比增加 18.8%。箱板纸的人均用纸量在各纸种中最高，并且处于震荡上升的状态，箱板纸 2019 年人均用纸量为 17.94kg。瓦楞纸与生活用纸的人均用纸量近些年来也有小幅上涨，新闻纸人均用量下跌明显。预计未来箱板纸、瓦楞纸与生活用纸市场存在进一步发展空间。

图表 33 各纸种产量占比



资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

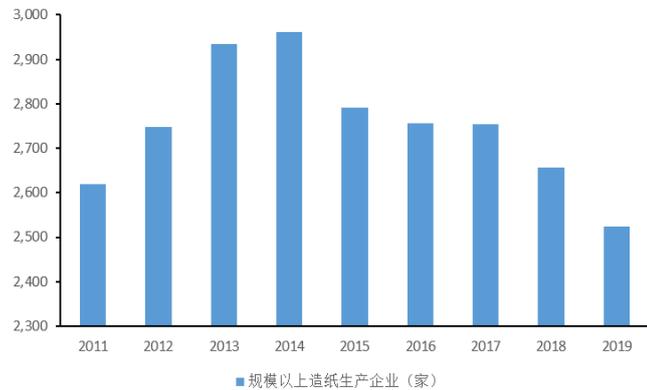
图表 34 人均用纸量变化 (kg)



资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

规模以上造纸企业数量逐年减少，行业集中度提升显著。自 2015 年开始，我国规模以上造纸企业数量逐年减少，2019 年的规模以上造纸企业数量为 2524 家，其中有 560 家企业为亏损状态。2015 年起我国开始实行全品类废纸申报配额制度，并设立申请资格门槛。部分企业无法拿到废纸进口配额或者配额较少，使得纸及纸板的生产成本提高，利润减少难以在行业中生存，使得行业集中度提高。2017 年起我国发布《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，废纸政策进一步收紧，更多的造纸企业被淘汰出局。至 2018 年，造纸行业的行业集中度已经达到 57.58%，相比 2011 年提升了 20 个百分点，龙头效应显著。

图表 35 规模以上造纸企业数量变化



资料来源: 中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》, 华创证券

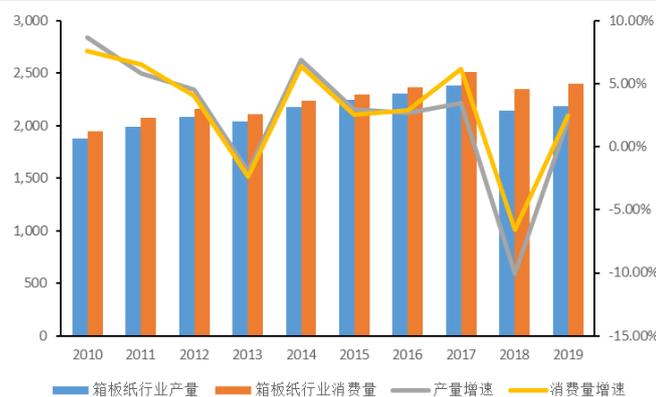
图表 36 造纸行业集中度逐年增加(CR20)



资料来源: 中国造纸学会《中国造纸年鉴》, 华创证券

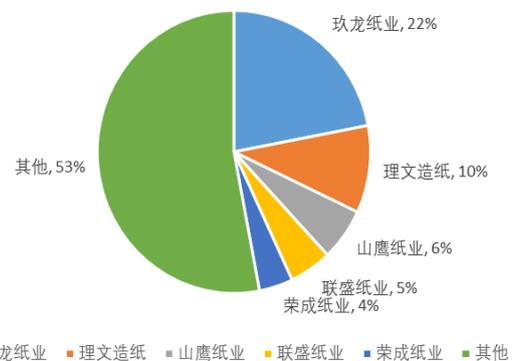
企业逐渐适应限废令规定, 箱板纸产量回升, 玖龙市占率位于行业首位。2019 年箱板纸产量 2190 万吨, 同比增加 2.1%, 消费量 2403 万吨, 同比增加 2.47%。自 2017 年限废令政策发布以来, 受废纸原料限制与成本影响, 2018 年我国箱板纸行业产量减少 10%。2019 年随着各企业的海外布局、整合产业链等方式以应对限废令, 我国的箱板纸产量有所回升, 但产销之间仍存在较大差额, 还有一定的生产空间。箱板纸市场集中度相对白卡纸较低, 占比较高的三家企业玖龙纸业、理文造纸和山鹰纸业合计市占率达到 38%。随着进口废纸数量的减少, 纸及纸板生产成本的提升, 预计未来的行业集中度会提高。

图表 37 箱板纸行业产量消费量



资料来源: 中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》, 华创证券

图表 38 箱板纸/瓦楞纸国内企业市占率



资料来源: 前瞻产业研究院《2018-2023 年中国造纸行业发展前景与投资战略规划分析报告》, 华创证券

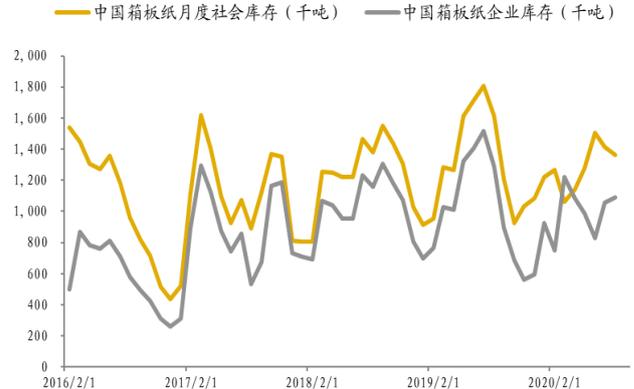
箱板纸价格稳中有升, 社会库存小幅上升。截至 2020 年 10 月 23 日, 箱板纸价格为 4593.33 元/吨, 环比增加 1.8%, 同比增加 17%。进入 2019 年 8 月以来, 企业去化库存导致箱板纸和瓦楞纸库存量环比开始减少, 1-3 月库存受春节和疫情影响波动上升, 9 月受消费旺季拉动下游包装厂采购积极性, 纸厂库存天数有所下降, 9 月底箱板纸厂商和社会库存分别为 100 万和 138.9 万吨, 环比分别下降 8.2%和上升 2.06%, 同比分别上升 11.61%和 14.7%; 瓦楞纸厂商和社会库存分别为 64.1 万和 87.8 万吨, 环比分别下降 11.71%和上升 2.81%, 同比分别上升 18.05%和 18.17%。

图表 39 箱板纸价格毛利空间



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 40 国内箱板纸库存



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

(二) 限废令下预计废纸供应将出现缺口, 推动行业持续分化

废纸进口政策逐渐收紧, 史上最严《固体废物污染环境防治法》开始实施。2014年起, 我国开始修改《进口废物管理目录》, 把所有废纸品种均纳入限制进口类; 2017年国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 严格固体废物进口管理, 全面提升国内固体废物无害化、资源化利用水平, 逐步补齐国内资源缺口。自此以来, 我国包括废纸在内的固体废物进口政策逐年收紧。2020年9月, 我国开始实施《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》, 该法的第24条规定, 我国要逐步基本实现固体废物零进口。逐渐收紧的限废令对我国中小型造纸企业带来了生存挑战, 但同时也促进了大型纸厂的上游布局以及国内废纸回收体系发展。

图表 41 我国进口废纸政策逐步收紧

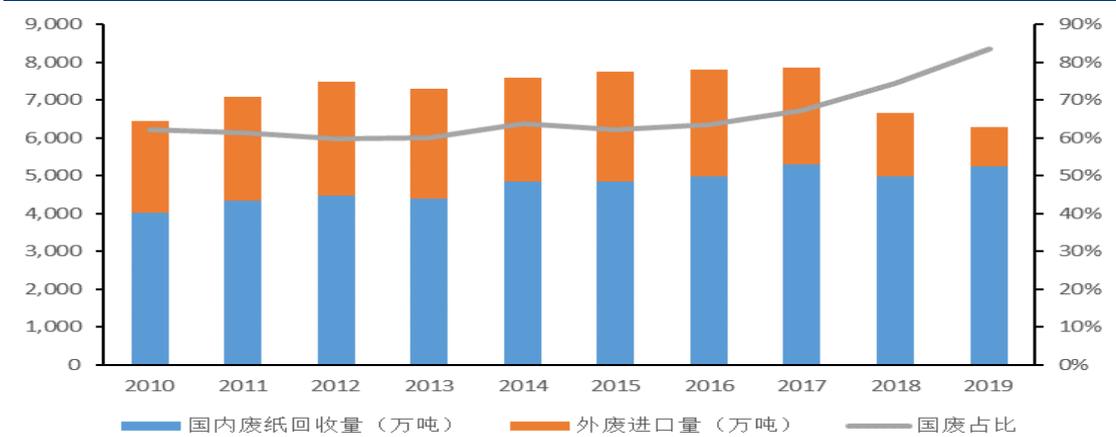
近年来我国废纸进口政策变化	出台时间	主要相关内容
修改《进口废物管理目录》	2014年8月	取消自动许可证, 将所有废纸品种纳入限制类进口目录
《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	2017年4月	完善固体废物进口管理制度, 分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表, 分批分类调整进口管理目录。
中国环保部向WTO提交关于禁止进口部分固体废物原料的通知	2017年4月	中国拟于2017年底, 禁止进口4类24种固体废物原料, 涉及废纸类的税则编号为4707900090(其他回收纸或纸板), 即“混杂废纸”
环保部发布“关于征求《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准(征求意见稿)》意见的函”	2017年8月	进口废纸一般夹杂物控制标准调整为0.3%。
《进口废纸环境保护管理规定(征求意见稿)》&《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定(2017年)(征求意见稿)》	2017年10月	规定申请废纸进口许可证的企业应为以造纸为原料的生产企业, 且产能不小于30万吨/年。许可证减量审批, 按季度分批发放。
环保部公示《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》	2017年12月	对比征求意见稿, 正式文件将30万吨/年修改为5万吨/年, 取消“按照减量审批的原则”和“按季度分批”字样。
环境保护部发布《进口废纸环境保护管理规定》	2017年12月	表明进口废纸的企业除符合《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》要求外还需符合的条件。
环保部正式公布《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板 GB 16487.4-2017》	2018年1月	正式文件中修改进口废纸中一般夹杂物的控制要求至0.5%, 3月1日起执行。
生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署等四部委联合印发《关于调整〈进口废物管理目录〉的公告》	2018年4月	分批调整《进口废物管理目录》, 2018年2019年分批开始实施。
《进口可用作原料的固体废物装运前检验监督管理实施细则》	2018年5月	2018年6月1日起, 第三方检验机构必须对准备运往中国境内的进口废物原料实施现场检验、监装以及施加封识。
《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》(修订草案)(征求意见稿)	2018年7月	禁止进口固体废物。拟201X年X月X日施行。
海关总署制定了《进口可用作原料的固体废物国内收货人注册登记管理实施细则》	2018年8月	原已获得进口可用作原料的固体废物国内收货人注册登记的企业, 属于加工利用型的, 应及时向工商注册所

近年来我国废纸进口政策变化	出台时间	主要相关内容
开始实施《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	2020年9月	在地的直属海关申请换发新证；属于贸易型的，注册登记自动失效。自2018年8月1日起执行。 新《固废法》第二十四条规定“国家逐步基本实现固体废物零进口，由国务院生态环境主管部门会同国务院商务、发展改革、海关等主管部门组织实施。”

资料来源：中国再生资源回收利用协会废纸分会官网，中华人民共和国生态环境部，华创证券

限废令下废纸原料端国废占比提升明显，外废进口限制促进国内废纸回收体系建设。我国的废纸来源可分为国废和外废。2019年，我国废纸总消耗量为6280万吨，其中国废消耗5244万吨，占比84%，外废消耗1036万吨，占比16%。国内废纸回收量近几年均在5000万左右，但是由于外废进口额度的限制，导致废纸总量减少，因而国废在废纸原料结构中占比逐年上升。在限废令政策逐渐收紧的背景下，外废进口额将持续减少，可预计未来进口类废纸总量将呈现逐年递减趋势，废纸缺口进一步扩大，国废在废纸端的占比会进一步提升，同时可加速国内废纸回收系统的建设。

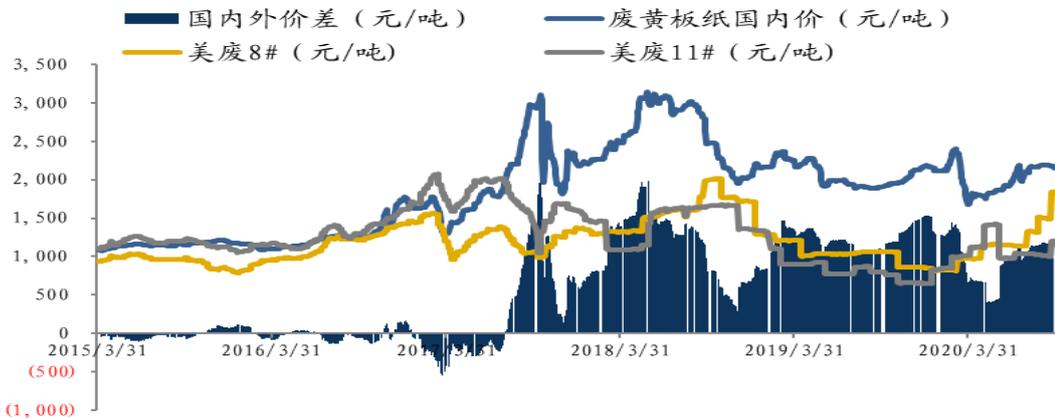
图表 42 废纸原料结构情况



资料来源：中国造纸学会《中国造纸年鉴》，华创证券

新规引发国废、外废长短期价格波动分化。2014年底环保部、商务部联合调整限制进口固废目录，将主要进口废纸从自动许可进口调整为限制进口——2015年起实行全品类废纸申报配额制度，并设立申请资格门槛——2020年确定要逐步基本实现固体废物零进口。外废的配额限制是其中的重要一环，每年12月，环保部固废与化学品管理中心会根据当年申请企业生产、经营情况审批造纸企业下一年度的外废进口配额，头批约占次年全年核定批次的70%，后续每月批补2次，全年共计23批补充配额。17年5月补充批量取消、18年头批大幅减少，均隐含外废收缩信号，引发市场预期看空后市外废需求，外废价格大幅下跌，然而在此期间，国废价格屡创历史新高（17年7-10月黄板废纸价格从1747元/吨上涨至3034元/吨，累计涨幅达+74%）。短期来看，替代效应致使外废配额短缺的纸企争抢囤购国废维持生产，国废需求提升推动原料价格大涨；长期来看，国内造纸企业伴随对外废新规的逐渐消化、竞争格局改善，纸企议价权不减，国废价格会在高位震荡后落回合理区间，但价格中枢较17年水平仍有提高。

图表 43 废纸价格及国内外价差



资料来源：卓创资讯，华创证券

龙头企业享受主要废纸进口配额，在原料转换的过程中仍能享有一定的成本优势空间。截至2020年10月公布的第十三批限额名单，行业龙头玖龙纸业年内累计获批210万吨废纸，占行业总配额31.2%——惯例超第二名两倍以上；理文造纸/山鹰纸业分获99/89万吨配额，三家共占已批进口总额的59.1%，多次验证外废配额政策“发糖”龙头可持续。从总量来看，外废配额总量逐年缩减显著，19年全年核定量仅1095万吨，同比降低40.1%；考虑到每年的外废配额使用率(=废纸实际进口量/废纸配额)不断迫近于1的情况，我们预计20年外废配额总额将与行业进口量基本持平。面对旺季需求波动时，中小纸企扩产不得不选择价格劣势的国废，推动国废价格中枢上移，在跌破盈亏平衡点后择时停产；对于龙头来说，算上运费成本外废仍然比国废更具成本优势，且利用外废生产的纸浆纤维含量更高、品质更优，利好龙头维持吨盈利高位。

图表 44 外废配额进口量统计 (单位: 万吨)

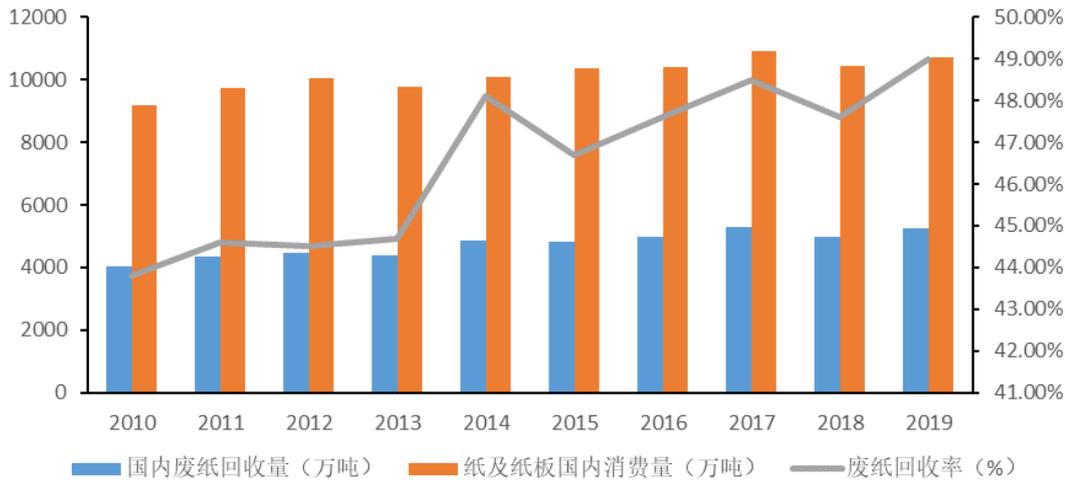
企业	2016		2017		2018		2019		2020 (前13个批次)	
	外额	/总配额	外额	/总配额	配额	/总配额	配额	/总配额	配额	/总配额
玖龙纸业	1317	32.3%	847	27.2%	622	34.0%	354	32.3%	210	31.2%
理文造纸	533	13.1%	398	12.8%	282	15.5%	152	13.9%	99	14.7%
山鹰纸业	305	7.5%	256	8.2%	246	13.5%	114	10.4%	89	13.2%
合计占比	Top3=53%		Top3=48%		Top3=63%		Top3=56.6%		Top3=59.1%	
广州造纸	83	2.0%	62	2.0%	75	4.1%	73	6.7%	55	8.1%
龙海联盛	179	4.4%	166	5.3%	64	3.5%	64	5.8%	21	3.0%
华泰纸业	121	3.0%	93	3.0%	98	5.4%	84	7.7%	57	8.4%
东莞建晖	101	2.5%	100	3.2%	71	3.9%	41	3.8%	32	4.7%
其他	1441	35.5%	1195	38.3%	369	20.2%	213	19.4%	112	16.6%
年配额量	4080		3117		1828		1095		675(前13个批次)	
实际进口	2894		2572		1703		1036		383.7(截至20年8月)	
使用率	69.8%		82.5%		93.2%		94.6%		56.8%	

资料来源：中国固废化学品管理网，华创证券

外废配额逐年减少，预计2021年将停止外废进口，国内或将面临废纸原料短缺。停止外废进口后，我们认为造纸企业或会面临中短期内的废纸原料短缺，从整体来看，可以通过提高废纸回收率，以及增加包装纸进口量等方式缓解，同时龙头企业也可以通过海外建设纸厂浆厂的方式增加原料供应，减少国内废纸消耗，实现自身原料供需平衡，降低原料波动带来的影响，预计未来行业将持续分化，小型造纸企业由于成本过高逐渐退出市场，龙头企业凭借原材料优势市占率将进一步提升。

近年国内废纸回收率提升，限废令倒逼国内废纸回收体系发展。2019年国内废纸量5244万吨，回收率为49%，同比增长1.4pct，回收量同比增加5.6%。我国废纸回收率基于纸及纸板国内消费量的基础上进行计算，该回收率为表观数据。在纸及纸板消费量的数据中，包括了随着各种各样的终端产品出口到国外的纸及纸板的数量，因此我国的真实废纸回收率情况应高于49%。2019年由于外废的减少与国内回收废纸质量变差等影响因素，我国纸及纸板生产端的废纸利用率仅为58.3%，同比下降5.6pct，相比于2017年下降12.3pct。未来随着我国对进口废纸标准的提高，减少废纸进口配额等政策不断收紧，废纸端缺口预计将扩大，倒逼国内废纸利用系统建设发展，随着垃圾分类制度的进一步完善，我国的废纸回收利用水平有望继续改善。

图表 45 国内废纸回收利用情况



资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

废纸回收率或接近极限，短期内难有较大增长。国内废纸回收是在废纸消费量的基础上进行回收，国内箱板瓦楞纸消费量大约只有80%留存国内（20%随着出口货物间接出口到海外），木浆系纸中将不能回收的生活用纸等纸种剔除后计算，预计国内废纸的回收极限为5500-6000万吨，约有300-800万吨的提升空间，2020年外废进口预计将同比减少300-400万吨左右，假设需求与2019年持平，2020年废纸供需或可保持紧平衡，2021年停止进口后，又将出现600余万吨缺口，仅靠提升国内废纸回收率将难以弥补废纸原料的短缺。

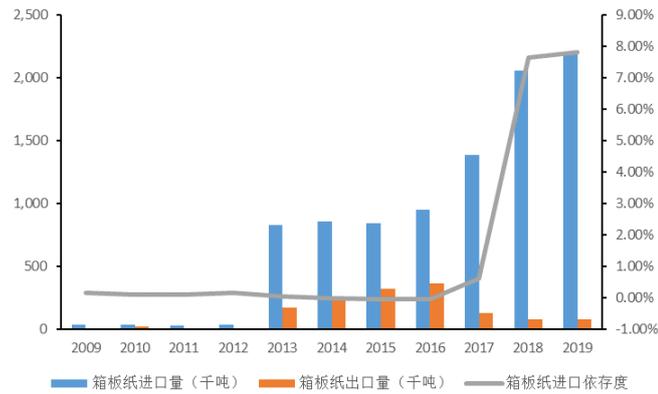
图表 46 2020年国内废纸回收情况预测 (单位：万吨)

2020年的假设	废纸系	木浆系	实际回收量
可回收纸	4700	4000	
回收基数	3760	4000	
回收率假设	80%	65%	
回收量假设	3008	2600	5608

资料来源：Wind，华创证券预测

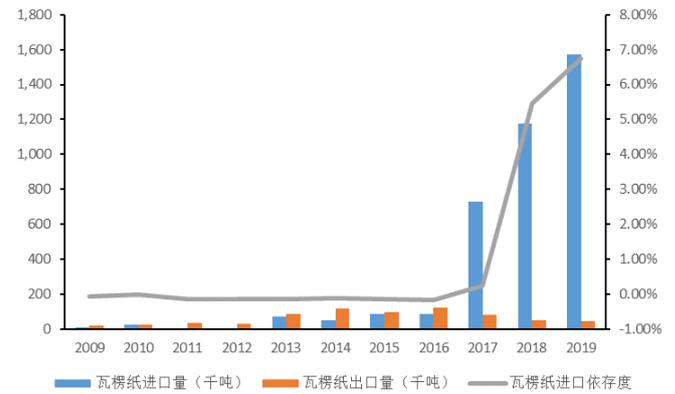
箱板瓦楞近年进口量明显升高，弥补国内缺口。箱板纸、瓦楞纸的生产多以废纸为核心原料，受到限废令政策的影响，外废进口大幅减少，2019年外废进口量为1036万吨，同比减少39%，国内废纸价格上升。由于原材料供给受限与环保持续趋严，从2017年开始，箱板纸与瓦楞纸的进口量大幅增加，使得国内箱板纸与瓦楞纸市场竞争更加激烈。2018年，箱板纸的进口量为206万吨，同比增加49%，瓦楞纸的进口量为1174万吨，同比增加61%；2019年，箱板纸的进口量为2196万吨，同比增加7%，瓦楞纸的进口量为1571万吨，同比增加34%。目前箱板纸进口依存度约为7.82%，瓦楞纸约为6.75%，随着原材料供给进一步受限，预计国内将更多利用进口包装纸满足下游需求，同时进口包装纸增长也将增加国内废纸可回收量，一定程度上弥补国内废纸原材料的缺口。

图表 47 箱板纸进出口及依存度



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 48 瓦楞纸进出口及依存度



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

我国龙头纸企外延动作频繁, 欧美收购成熟纸企改造, 东南亚新建浆纸厂扩产。自 2017 年《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》发布以来, 各造纸龙头企业纷纷开始海外布局进程, 从产业链看, 上游废纸收购、纸浆制造环节及中游纸及纸板制作环节均有涉及。具体可分为 (1) 收购派: 玖龙纸业、山鹰纸业均通过收购美国、欧洲等地浆纸厂以便于获得高质量的外废原料; (2) 建厂派: 理文造纸、太阳纸业, 则选择在老挝、越南、马来西亚等东南亚人工成本较低的地区布局, 新建浆纸厂, 延续劳动力成本红利。针对国内造纸行业海外原材料依赖较严重、低端产品需求逐渐饱和的困境, 龙头企业率先选择在海外进行产能布局或建设原料基地增厚行业竞争实力, 在废纸进口配额逐渐收紧的背景下, 带领国内造纸行业逐步走出困境。

图表 49 造纸行业主要公司海外产能布局情况

企业	时间	国家	公司行为	新增产能	外延类型
玖龙纸业	2017.8	越南	越南的 35 万吨包装纸项目建成投产	新增造纸产能 35 万吨	收购纸厂
	2018.6	美国	收购位于美国缅因州 Rumford 美国纸厂	新增纸浆产能 52 万吨 新增造纸产能 55 万吨	收购纸厂
			收购位于美国威斯康辛州 Biron 美国浆厂	新增造纸产能 34 万吨	收购浆厂
	2018.8	美国	子公司 NDPaperLLC 收购加拿大 RFP 公司位于美国 Fairmont 的浆厂	新增再生浆产能 21.8 万吨	收购浆厂
	2018.10	美国	美国缅因州并购并改造 16 万吨纸浆项目	新增纸浆产能 16 万吨	收购浆厂
合计		纸产能: 124 万吨; 浆产能: 90 万吨			
理文造纸	2017.3	越南	越南后江省造纸项目投产	新增包装纸产能 40 万吨	新建纸厂
	2018.10	马来西亚	马来西亚雪邦建设新的制浆造纸厂	新增包装纸产能 70 万吨 新增纸浆产能 55 万吨	新建纸厂 新建浆厂
			合计	纸产能: 110 万吨; 浆产能: 55 万吨	
山鹰纸业	2017.4	瑞典挪威	收购北欧纸业公司瑞典和挪威 4 家工厂	-	-
	2017.7	瑞典挪威	收购北欧纸业公司 Nordic Paper Holding AB 100% 股权	新增浆纸年产能 50 万吨	收购纸厂
	2018.4	芬兰	参股芬兰北方生化公司, 成为控股股东	新增针叶浆产能 40 万吨	收购浆厂
	2018.6	荷兰	全资子公司 Wickliffe 收购了荷兰再生资源同收公司 WPT	年废纸销售量 100 万吨	收购废纸厂
	2018.8	美国	收购美国 Verso 公司的 Kentucky 工厂, 并更名为凤凰纸业	新增年产 36 万吨的高端牛卡纸	收购纸厂
	合计		纸产能: 40 万吨; 浆产能: 150 万吨		
太阳纸业	2016.4	美国	在美国阿肯色州计划新建 70 万吨浆项目	新增纸浆产能 70 万吨	新建浆厂

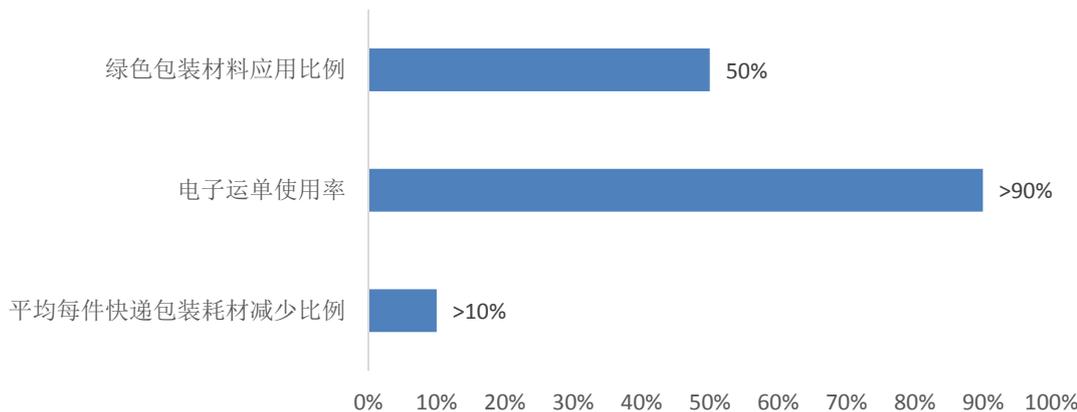
	2018.5	老挝	老挝沙湾拿吉省建成投产 30 万吨溶解浆、10 万公顷人工林项目	新增纸浆产能 30 万吨	新建浆厂
	2018.8	老挝	老挝建设 120 万吨造纸项目 (40 万吨纤维浆板+80 万吨包装纸)	新增造纸产能 80 万吨 新增纸浆产能 40 万吨	新建纸厂 新建浆厂
	合计	纸产能: 80 万吨; 浆产能: 140 万吨			
恒安国际	2018.4	芬兰	入股芬兰公司 Finnpulp (36.5%), 年产能 120 万吨针叶浆	内部消化纸浆产能 60 万吨	收购浆厂
	合计	浆产能: 60 万吨			

资料来源: 公司公告, 中华纸网, 纸业联讯, 华创证券

(三) 箱板纸 2025 年快递领域塑料包装替代需求有望达到 500 万吨

2020 年快递行业绿色包装材料应用比例目标为 50%。根据国家邮政局等十部门联合发布的《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》,“十三五”期间快递业绿色包装工作要实现的三大目标为:到 2020 年,可降解的绿色包装材料应用比例将提高到 50%;主要快递品牌协议客户电子运单使用率达到 90%以上;平均每件快递包装耗材减少 10%以上,推广使用中转箱、笼车等设备,编织袋和胶带使用量进一步减少,基本建立快递业包装治理体系。

图表 50 2020 年我国快递行业绿色包装发展目标



资料来源: 国家邮政局等十部门《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》, 华创证券

我国各快递企业相应国家号召积极开展绿色包装活动, 携手第三方研发可降解包装袋。在 2018 年至 2019 年期间,我国众多快递集团开展绿色包装行动, 其中: 邮政集团在 30 个省完成配发绿色包装箱, 在北京和河南试用可降解包装袋; 顺丰研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱, 推广使用可循环中转袋; 申通与清华大学合作研发可降解的塑料袋; 中通与第三方合作生产氧化和微生物双降解的绿色包装袋; 菜鸟研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱等; 京东在生鲜业务全面推广全生物降解包装袋。通过对目前各大快递企业绿色包装的总结可发现, 可降解包装袋仍然处于初步研发阶段, 尚未大规模投入使用, 箱板纸替代市场在近年间仍存在较大需求规模。

图表 51 2018-2019 我国各邮政快递企业绿色包装举措

企业	绿色包装举措
邮政集团	公布绿色包装工程通报, 督促各省(区、市)邮政公司落实标准要求和包装规范操作。在 30 个省完成配发绿色包装箱, 在北京和河南试用可降解包装袋。推动使用一联面单。推进胶带“瘦身”, 23 个省完成窄胶带采购并陆续配发到网点使用。推广使用可循环中转袋。甩挂邮车占比提升至 72%。
顺丰	研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱等。丰景计划推广应用紧固包装, 累计节省用纸 115 吨, 节省编织袋材料 80 吨, 减少气泡膜使用量约 500 吨。推广使用可循环中转袋。
申通	使用可循环使用 50-60 次的环保文件封套, 与清华大学合作研发可降解的塑料袋, 推广使用可循环中转袋, 全网覆盖率达 90%以上。
圆通	推广使用可循环中转袋。推广无纸化办公, 能耗降低 80%以上。
中通	与第三方合作生产氧化和微生物双降解的绿色包装袋, 推广使用可循环中转袋。
韵达	建立带头部门上传下达, 全网执行落地和合作伙伴协同推进三机制, 推广使用可循环中转袋。

企业	绿色包装举措
百世	在江苏、浙江、安徽试用环保袋。电子运单率达到 100%。
民航快递	印发《民航快递有限责任公司节能减排及环境保护管理办法》。
德邦	上线智慧车队系统管理平台，使用纸质单据项目减少 20 项，常规工作无纸化率达 99.6% 以上。
品骏	推行直发包装，对于品牌商企业原包装出库投递，减少二次包装。
优速	全网推广使用可循环中转袋，自主开发了循环中转袋条码管理系统。
菜鸟	研发使用生物基材料包装袋、无胶带纸箱等。
京东	在生鲜业务全面推广全生物降解包装袋。自营业务电子运单使用率达到 100%。推进胶带“瘦身”。3 层纸箱使用比例超过 95%，缓冲包装的厚度降低 25%-35%。推行直发包装，对于品牌商企业原包装出库投递，减少二次包装。
苏宁	推进胶带“瘦身”。推行直发包装，对于品牌商企业原包装出库投递，减少二次包装。

资料来源：国家邮政局发展研究中心《2018-2019 中国邮政快递绿色发展报告》，华创证券

2025 年箱板纸快递领域塑料包装替代需求将达到 491 万吨。根据国家邮政局发布的《2017 中国快递领域绿色包装发展现状及趋势报告》及相关数据，2016 年全国快递共消耗约 32 亿条编织袋、147 亿个塑料袋、37 亿个包装箱以及 3.3 亿卷胶带，其中塑料袋快递企业自用比例为 46%，编织袋快递企业自用比例为 99%；2018 年国内的快递业务产生塑料快递袋约 245 亿个，塑料编织袋约 53 亿条；2020 年预计快递业务量完成 740 亿件。我们假设 2020-2025 年国内快递业务量增长率为 17%，在不实行限塑令的前提下塑料快递袋及塑料编织袋在快递业务量中的占比大致不变，分别为 49% 及 10%。由于需要计算箱板纸对快递企业塑料包装替代规模，也即快递最外层箱板纸用量，因此我们假设塑料快递袋及塑料编织袋总量中快递企业自用比例保持不变，分别为 46% 及 99%。《关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见》中提出 2020 年快递行业可降解的绿色包装材料应用比例应提高到 50%，因此我们假设 2020 年塑料包装替代率为 50% 并逐年增长。由于生物降解塑料目前产能缺口较大，我们假设 2020 年对塑料包装的替代品中箱板纸占比为 75%，并伴随生物降解塑料的进一步研发及产能扩张有小幅下降。通过计算得出 2025 年我国箱板纸对快递领域塑料包装替代需求规模将达到 491.3 万吨。

图表 52 箱板纸替代邮政快递领域不可降解塑料包装规模预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
快递业务量 (亿件)	312.8	400.6	507.1	635.2	740.0	865.8	1013.0	1185.2	1386.7	1622.4
增长率 (%)	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
塑料快递袋 (亿个)	147	160	245	292	340	398	466	545	638	746
塑料快递袋/快递业务量	47.0%	39.9%	48.3%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
快递企业直接使用比例 (%)	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
快递企业自用塑料袋 (亿个)	68	74	113	134	157	183	214	251	293	343
塑料编织袋 (亿条)	32	40	53	64	74	87	101	119	139	162
塑料编织袋/快递业务量	10.2%	10.0%	10.5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
快递企业直接使用比例 (%)	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
快递企业自用塑料编织袋 (亿条)	32	40	52	63	73	86	100	117	137	161
快递企业自用塑料包装 (亿个)	99	113	165	197	230	269	315	368	431	504
塑料包装替代率 (%)				20%	50%	53%	56%	59%	62%	65%
箱板纸占比 (%)				80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%
单个箱板纸箱重量 (g)				300	300	300	300	300	300	300
箱板纸替代需求 (万吨)				94.7	258.6	299.3	343.6	390.9	440.6	491.3

资料来源：Wind，国家邮政局《2017 中国快递领域绿色包装发展现状及趋势报告》，国家邮政局发展研究中心《2018-2019 中国邮政快递绿色发展报告》，华创证券

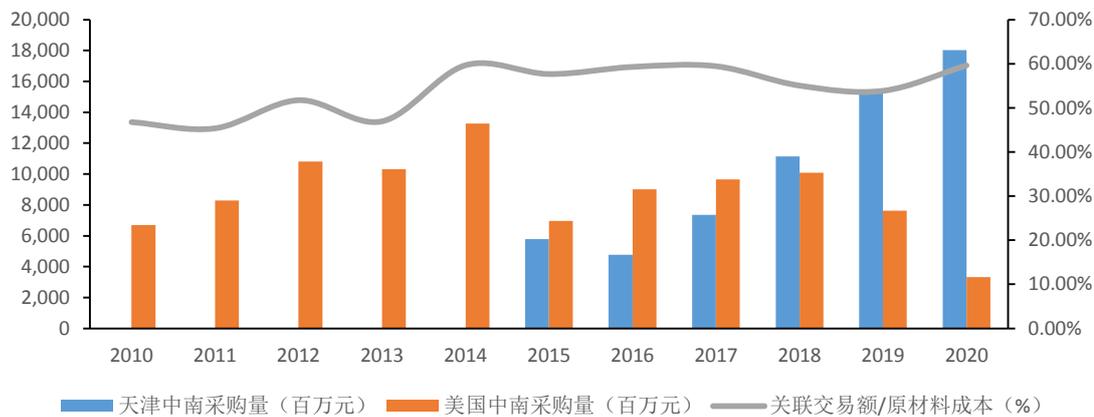
三、海内外布局保障原料优势，上下游延伸稳固龙头地位

(一) 废纸采购渠道优化&海内外浆产能扩张，双管齐下保障原材料优势

通过优质供应商获得稳定高质量原材料，合作关系不断加强。公司自创立初期便从美国中南获得进口废纸，根据协议内容，美国中南将优先保证公司废纸需求，根据合理价格提供优质废纸，至 2014 年，公司原材料成本中接近 60% 来自美国中南。2015 年开始，随着公司利用废纸中国废占比逐渐上升，公司又出资 30% 成立了天津中南，提前布局国废渠道，此后公司从天津中南采购国废，采购量逐年增加，有效减少了废纸供给波动带来的影响，至 2020 年，天津中南采购额占比已经达到 50.35%，美国中南由于受到国内限废令影响，占比逐年下滑至 9.27%。

为应对外废进口收紧带来的原材料缺口问题，公司不断优化废纸采购渠道。国内方面，2018 年公司于天津投资 1 亿元建设废纸交易中心，整合国废供应链，全部建成投产后预计实现年产值约 500 亿元；2020 年又于海口购买土地用于开发建设再生资源交易中心总部基地项目，一方面凭借优惠进口关税开拓国外废纸浆进口渠道，另一方面利用较低的总部税收进一步节约成本。海外方面，公司与 2020 年 7 月与美国中南签订新一轮废纸及再生浆协议，上调了年度购买上限额，并开始向美国中南购买进口再生浆作为原材料，为制造业务弥补进口废纸短缺。预计采购渠道的优化将为公司原材料供应提供稳定保障。

图表 53 玖龙纸业废纸采购情况



资料来源：公司年报，公司公告，华创证券

公司加快国内外纸浆布局，稳固公司成本优势。除了优化采购渠道，公司也积极通过收购和自建的方式增加纸浆产能，公司 2018 年通过收购美国浆厂获得了 70 万吨再生浆产能以及 52 万吨木浆产能，又于 2019 年收购马来西亚浆厂获得 48 万吨再生浆产能。未来随着公司国内外新增纸浆产能逐渐落地，到 2022 年底，公司预计将拥有 126 万吨再生浆产能和 207 万吨木浆产能，低成本且稳定供应的自有产能将显著降低公司原材料成本，进一步稳固成本优势，提升行业竞争力。

图表 54 公司加快国内外纸浆产能布局

基地	浆种	产能 (万吨)	达产时间
马来西亚	再生浆	48	2019.09 (收购)
美国 Rumford	木浆	52 (自用及出售)	2018.06 (收购)
	木浆	8	2020 (计划投产)
	再生浆	20	2020 (计划投产)
美国 Biron	再生浆	24	2020 (计划投产)
美国 Fairmont	风干再生浆	21.8	2018.11 (收购)
	风干再生浆	6	2020 (计划投产)
	风干再生浆	6	2021 (计划投产)
美国 Old Town	本色牛皮纸浆	15.5	2019.08 (改造完工)

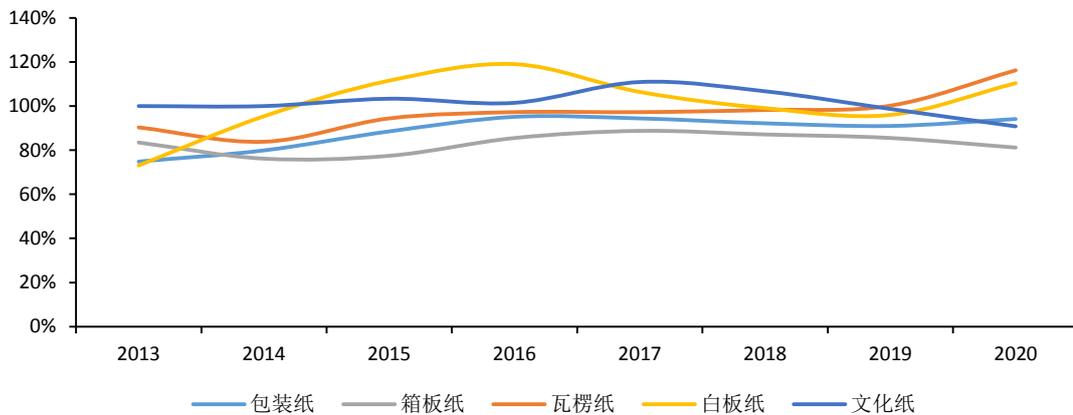
	本色牛皮纸浆	11.5	2021 (计划投产)
湖北	木浆	60	2022 (计划投产)
沈阳	木浆	60	2022 (计划投产)

资料来源: 公司年报, 公司官网, 华创证券

(二) 稳步扩产提升市场份额, 下游延伸完善产业链布局

包装纸产能稳步扩张, 产品结构优化推动产销率保持较高水平。2018年起公司进入新一轮扩张周期, 未来三年公司新增产能还将陆续投产。历史来看, 公司销售情况基本保持产销平衡, 新增产能消化情况较好。2019年, 公司推出“江龙牌”包装纸, 主打低端市场, 产品多元化进一步提升, 预计将帮助公司开工及产销率继续保持较高水平。

图表 55 玖龙纸业分纸种销量/产能 (%)



资料来源: 公司年报, 华创证券

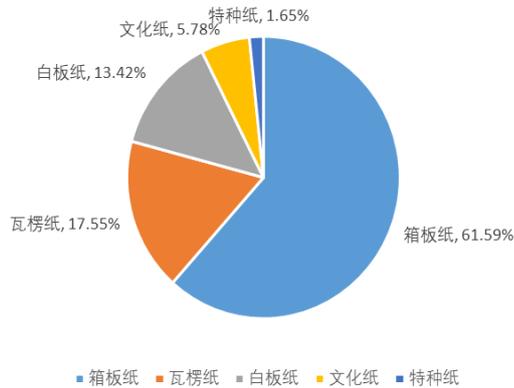
图表 56 公司未来造纸产能扩张计划

基地	纸种	产能 (万吨)	达产时间
河北	牛卡纸	50	2020H2 (计划投产)
东莞	牛卡纸	60	2020H2 (计划投产)
马来西亚	包装纸	55	2021 (计划投产)
湖北	包装纸	120	2022 (计划投产)
	包装纸	120	二期项目

资料来源: 公司年报, 公司官网, 华创证券

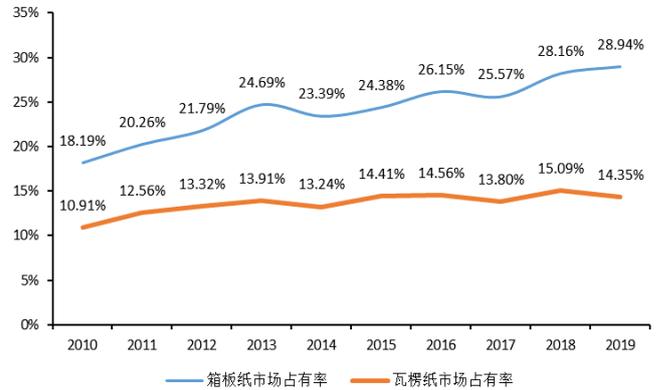
聚焦主业提升行业竞争力, 市场份额有望继续提升。预计到2023年, 公司的箱板纸产能将提升18.90%至1793万吨, 主业稳步扩张。根据公司销量及需求总量推算, 2019年公司箱板纸市占率约为29%, 保持逐年提升态势, 瓦楞纸市占率14.35%, 基本保持稳定。随着废纸价格上涨导致小规模造纸企业逐渐出清, 公司新增产能陆续释放, 同时凭借多元化产品布局切入低端市场, 公司市占率有望继续提升, 龙头地位不断稳固。

图表 57 预计 2023 年公司造纸产能结构



资料来源：公司年报，华创证券

图表 58 公司箱板纸、瓦楞纸市占率变化



资料来源：公司年报，中国造纸协会《中国造纸工业年度报告》，华创证券

下游整合收购包装业务，产业链布局日渐完善。2019 年 9 月，公司完成收购 7 家下游包装工厂，当中太仓、东莞、天津、樟木头、泉州 5 个包装基地已在营运生产瓦楞纸板及纸箱，并配备了先进自动化设备，合计年产能超过 10 亿平方米，预计将来每年需要使用超过 100 万吨公司包装原纸产品。包装基地靠近造纸基地，对公司提升营运效率、扩大业务量和收益、降低营运及财务成本、提升议价权等会带来多方协同效益。

图表 59 玖龙纸业包装基地基本情况

地点	产品	设计年产能 (亿平方米)	主要设备
太仓	瓦楞纸板	2.6	3 条瓦楞纸板生产线、多台高速印刷机，配套全自动上料机、机械手码垛机
	瓦楞纸箱	1.2	
东莞	瓦楞纸板	1.62	1 条瓦楞纸板生产线、多台高速印刷机、全自动模切机及钉贴一体机
	瓦楞纸箱	0.48	
天津	瓦楞纸板	1.52	1 条瓦楞纸板生产线、多台高速印刷机
	瓦楞纸箱	0.48	
樟木头	瓦楞纸板	1.2	1 条瓦楞纸板生产线、天然气锅炉、全自动制糊系统
泉州	瓦楞纸板	0.9	1 条瓦楞纸板生产线

资料来源：公司年报，公司官网，华创证券

四、外废收紧背景下上游布局带来成本优势，下游扩张提升龙头地位，首次覆盖，给予“强推”评级

外废收紧有望加速市场份额向龙头集中，下游箱板纸替代需求明显。公司凭借海外浆纸供应链布局和领先行业的生产规模，成本优势显著，随着公司凭借多元化布局打开销售局面，市场份额预计将继续提升，未来业绩有望加速增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 45.76/49.61/56.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.06/1.20 元，对应当前股价 PE 分别为 10/9/8 倍，综合考虑公司龙头地位、领先的生产规模、外废收紧背景下的成本优势以及下游市场发展潜力，首次覆盖给予公司 13.2 元（15.4 港元）目标价，对应 2021 年 14 倍 PE，2022 年 13 倍 PE，给予“强推”评级。

（一）盈利预测：预计未来三年归母净利润分别为 45.76/49.61/56.33 亿元

外废收紧有望加速市场份额向龙头集中，下游箱板纸替代需求明显，随着公司产能稳步扩张，凭借多元化布局打开销售局面，公司市场份额预计将继续提升，未来业绩有望加速增长。我们预计公司 2020-2022 年包装纸收入将达到 536.94/611.88/686.37 亿元，占主营业务收入比例接近 90%，环保文化纸、特种纸及各种浆销售收入稳步增长，达到 66.74/71.10/74.66 亿元。

盈利能力方面，公司凭借海外浆纸供应链布局和领先行业的生产规模，成本优势显著，考虑到明年起外废停止进口，原材料成本上升将压缩公司盈利空间，而 2021 财年还有公司部分外废可以利用，我们预计未来三年毛利率逐步下滑，分别为 16.5/15.7/15.6%。销售费用率和管理费用率随着业绩规模扩大逐年优化，分别为 3.2/3.0/2.9% 和 3.6/3.4/3.3%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 605.70/685.20/763.48 亿元，同比增长 17.6/13.1/11.4%；归母净利润分别为 45.76/49.61/56.33 亿元，同比增长 9.8/8.4/13.6%，对应 EPS 分别为 0.98/1.06/1.20 元。

（二）估值：综合 PE 估值与 FCFE 估值，首次覆盖给予公司 13.2 元（15.4 港元）目标价

玖龙纸业作为包装纸行业龙头企业，我们选取几家有相似性的公司进行比较。一是箱板瓦楞纸行业市占率第二和第三的上市公司理文造纸和山鹰纸业；二是造纸行业龙头公司太阳纸业、博汇纸业。我们利用这几家公司对玖龙纸业进行相对估值，同时利用自由现金流折现的方式对其进行估值。

PE 估值：公司 2021 年对应 9.6 倍 PE，与理文造纸、山鹰纸业接近，但是距离白卡纸行业龙头博汇纸业 21 倍、文化纸行业龙头太阳纸业 18 倍的 PE 还有一定空间。考虑到公司作为包装纸行业龙头企业，市占率有望继续提升，加上公司领先的生产规模、外废收紧背景下的成本优势以及下游市场发展潜力，给予公司 2021 年 14 倍 PE，预计公司 2021 年 EPS 为 1.13 港元，对应合理估值为 15.82 港元。

图表 60 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
2689.HK	玖龙纸业	11.00	1.13 (2021E)	1.23 (2022E)	1.39 (2023E)	9.6 (2021E)	8.9 (2022E)	7.8 (2023E)
2314.HK	理文造纸	6.00	0.61	0.66	0.67	9.7	9.0	8.9
600567.SH	山鹰纸业	3.11	0.32	0.36	0.41	9.6	8.7	7.6
002078.SZ	太阳纸业	13.74	0.75	1.17	1.47	18.0	11.6	9.3
600966.SH	博汇纸业	13.85	0.66	1.19	1.37	21.0	11.6	10.1

资料来源：Wind，华创证券

注：理文造纸盈利预测采用 Wind 一致预期，玖龙纸业分别为 FY2021E/FY2022E/FY2023E 对应 EPS 及 PE。港股货币单位均为港元。

FCFE 估值：公司 2020 年自由现金流量 35.37 亿元，预计 2021-2023 年自由现金流量为 29.77/40.85/45.15 亿元，根据合理假设对每股价值进行测算，得出合理估值为 13.2 元（15.4 港元）。

图表 61 FCFE 估值核心假设

参数	假设值	参数	假设值
永续增长	2.0%	债务成本	4.8%
无风险利率	3.1%	股权成本	12.4%

参数	假设值	参数	假设值
股票风险溢价	7.0%	所得税率	20.1%
股票 beta	1.33	WACC	9.20%

资料来源: Wind, 华创证券

综合上述两种估值方式, 我们谨慎考虑取较低值, 得到目标价 13.2 元 (15.4 港元), 对应 2021 年 14 倍 PE, 2022 年 13 倍 PE, 给予“强推”评级。

五、风险提示

宏观经济不振导致造纸行业需求疲弱, 原材料价格剧烈波动, 行业竞争加剧。

附录：财务预测表
资产负债表

单位:百万人民币	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5,560	7,295	9,707	12,561
应收款项合计	7,420	8,835	9,813	10,922
存货	5,246	6,805	8,064	9,308
其他流动资产	96	95	144	141
流动资产合计	18,420	23,080	27,787	33,006
固定资产净额	58,533	58,852	59,193	59,552
权益性投资	130	132	117	127
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	1,952	1,964	1,975	1,986
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	284	167	187	213
非流动资产合计	60,899	61,115	61,472	61,878
资产总计	79,320	84,196	89,259	94,883
应交税金	587	672	710	836
短期借贷及长期借				
贷当期到期部分	7,926	7,426	6,926	6,426
其他流动负债	2,503	2,772	3,235	3,645
流动负债合计	16,489	17,324	18,186	18,995
长期借贷	18,361	18,361	17,361	16,361
其他非流动负债	3,673	3,066	3,224	3,314
非流动负债合计	22,034	21,427	20,585	19,676
负债总计	38,523	38,751	38,772	38,671
归属母公司所有者权益	40,371	44,947	49,907	55,541
少数股东权益	426	498	580	672
股东权益总计	40,796	45,445	50,488	56,212
负债及股东权益总计	79,320	84,196	89,259	94,883

现金流量表

单位:百万人民币	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8949	6371	7531	7955
净利润	4168	4576	4961	5633
折旧和摊销	2381	2597	2585	2580
营运资本变动	1452	-1725	-960	-1167
其他非现金调整	948	923	945	909
投资活动现金流	-4507	-2965	-3085	-3115
资本支出	-4794	-3080	-3080	-3080
长期投资减少	-41	-2	15	-9
少数股东权益增加	54	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	274	117	-20	-26
融资活动现金流	-7223	-1671	-2034	-1987
投资收益	141	112	104	119
股利分配	-1308	-1308	-1711	-1649
普通股增加	0	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净额	-6056	-475	-427	-457

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位:百万人民币	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	51,525	60,570	68,520	76,348
主营业务收入	51,341	60,368	68,298	76,103
其他营业收入	184	202	223	245
营业总支出	45,842	54,590	62,057	69,008
营业成本	42,314	50,410	57,602	64,196
营业开支	3,528	4,180	4,455	4,812
营业利润	5,683	5,980	6,463	7,340
净利息支出	569	671	622	571
权益性投资损益	141	112	104	119
其他非经营性损益	-458	-292	-346	-365
非经常项目前利润	4,797	5,130	5,600	6,522
非经常项目损益	499	690	703	629
除税前利润	5,296	5,820	6,303	7,152
所得税	1,066	1,171	1,261	1,427
少数股东损益	62	72	82	91
持续经营净利润	4,168	4,576	4,961	5,633
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	4,168	4,576	4,961	5,633
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	4,168	4,576	4,961	5,633
EPS (摊薄)	0.89	0.98	1.06	1.20

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-6.1%	17.6%	13.1%	11.4%
归属普通股股东净利润增长率	8.0%	9.8%	8.4%	13.6%
获利能力				
毛利率	17.6%	16.5%	15.7%	15.6%
净利率	8.1%	7.6%	7.3%	7.4%
ROE	10.7%	10.7%	10.5%	10.7%
ROA	5.2%	5.6%	5.7%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	46.0%	43.4%	40.8%
流动比率	111.7%	133.2%	152.8%	173.8%
速动比率	79.9%	93.9%	108.4%	124.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.98	1.06	1.20
每股经营现金流	1.91	1.36	1.61	1.70
每股净资产	8.60	9.58	10.64	11.84
估值比率				
P/E	10.6	9.6	8.9	7.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500