证券研究报告—动态报告

港股

轻工造纸

玖龙纸业(02689)

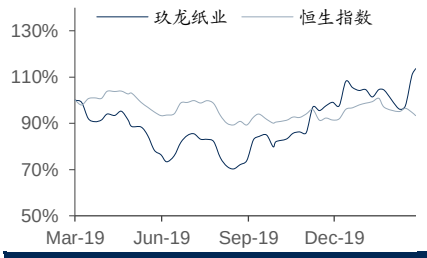
买入

前收盘：8.93 港元 合理估值区间：9.74~12.43 港元

维持评级

2020 年 02 月 26 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4692
总市值/流通(百万元)	36873
上证综指/深圳成指	3,013/11,856
12 个月最高/最低(港元)	9.10

相关研究报告:
《玖龙纸业-2689.HK-化挑战为机遇的龙头之路》 ——2019-07-29

证券分析师：荣泽宇
电话： 010-88005307
E-MAIL： rongzeyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

财报点评

轻装上阵，杨帆起航

- **行业趋势扭转，盈利拐点或已浮现**

公司 2020H1 营收 288.36 亿元，净利润 22.79 亿元，分别较 2019H2 提升 18.9%和 41.4%。毛利率 17.1%，净利率 7.9%，较去年同期分别提高 1.6%和 0.4%。在成品和原材料库存都去化至低位、外废配额持续大幅下降、国废回收渠道被疫情影响等因素的共同影响下，能够确保生产用原材料获取的龙头企业，将在恢复生产、控制成本、转嫁原材料价格波动等方面更加体现出竞争优势。

- **负债结构持续优化，资本开支压力有限**

近年来公司净负债水平持续下降，负债的货币结构逐年优化。财务费用率、净负债/权益等指标显著改善。公司 2 年内计划 Capex 约 70 亿元，不会产生很大财务压力。低负债水平+充足银行授信+良好的经营现金流，使公司有望把握行业格局重大转变带来的发展机遇。

- **持续推进海外布局+产业链垂直整合**

2020 年后公司的产能扩张将集中于两个方向：海外寻求优质原材料基地，国内向下游延伸布局二级和三级纸厂。随着公司布局的持续推进，美废进口下降对公司高品质原材料的影响有望逐渐缓解。

- **疫情影响有限，对龙头或短空长多**

受春节与疫情影响，上游原材料供应与下游需求或面临短期冲击，同时这也有望加速行业尾部产能去化。疫情对资金充足、原材料把控能力强的行业龙头短期影响有限，长期可能利好。

- **投资建议，维持“买入评级”**

预计 2020-2022 净利润 41.65、90.08、86.04 亿元，同比增速 7.9、116.3、-4.5%。当前股价对应 PB=0.90、0.77、0.67x。我们持续看好公司产业链垂直整合前景，以及在未来行业发展格局变化中化挑战为机遇的能力。维持“买入”评级。

- **风险提示**

行业供给侧收缩幅度不及预期；原材料价格剧烈波动。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,647	62,626	73,210	77,602
(+/-%)	3.5%	14.6%	16.9%	6.0%
净利润(百万元)	3,860	4,165	9,008	8,604
(+/-%)	-50.8%	7.9%	116.3%	-4.5%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.89	1.92	1.83
EBIT Margin	11.2%	9.3%	16.4%	14.8%
净资产收益率(ROE)	10.3%	10.2%	18.7%	15.6%
市盈率(PE)	9.20	8.60	4.00	4.10
EV/EBITDA	19.67	7.04	4.67	4.78
市净率(PB)	0.98	0.92	0.78	0.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

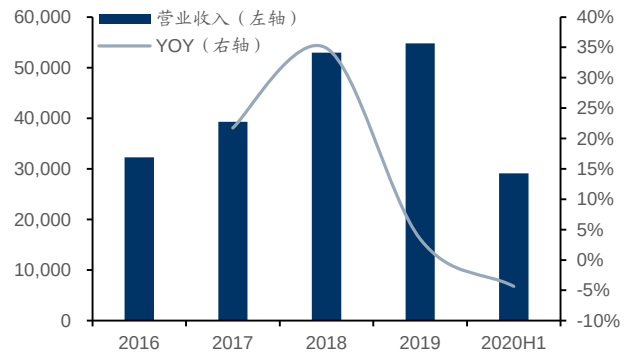
收入减少利润率回暖，盈利拐点可能已现

玖龙纸业 2020H1 实现营收 288.36 亿元，同比下降 5.0%，但较 2019H2 提升 18.9%。公司实现归母净利润 22.79 亿元，同比增长 0.5%，较 2019H2 提升 41.4%。毛利率 17.1%，较去年同期提高 1.6%；净利率 7.9%，较去年同期提高 0.4%。公司业绩整体符合我们此前预期。

公司的产品和原材料吨均价格皆有约 600 元/吨的下降幅度，由此带来毛利率和净利率自低位反弹。这一点体现出正如我们所预期，2019 年下半年公司不再和上半年一样，受到产品端和原材料端双重价格压力；而是能够在行业趋势扭转后，开始有能力将原材料价格波动向下游转移。

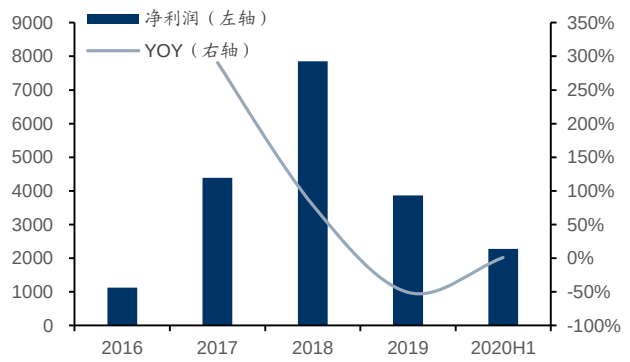
在成品和原材料库存都去化至低位、外废配额持续大幅下降、国废回收渠道被疫情影响等因素的共同影响下，能够确保生产用原材料获取的龙头企业，将在恢复生产、控制成本、转嫁原材料价格波动等方面更加体现出竞争优势。随着公司继续向海外布局，扩大再生浆等原材料产能，未来还有望相对行业获取原材料自给率提升带来的超额收益。因此我们认为本次公司毛利率回升可能是一个非常重要的周期性盈利拐点。

图 1：公司营收和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司净利润和同比增速（百万元）

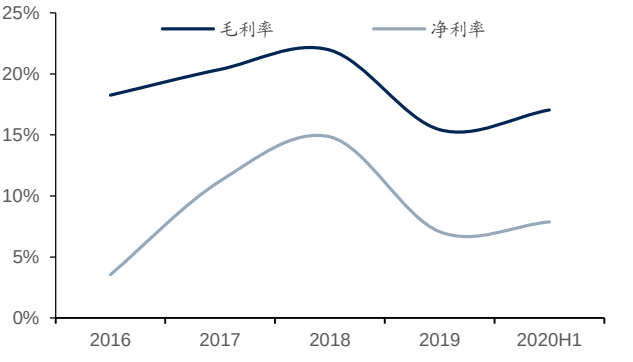


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司产成品库存和同比变动（百万元）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司毛利率和净利率



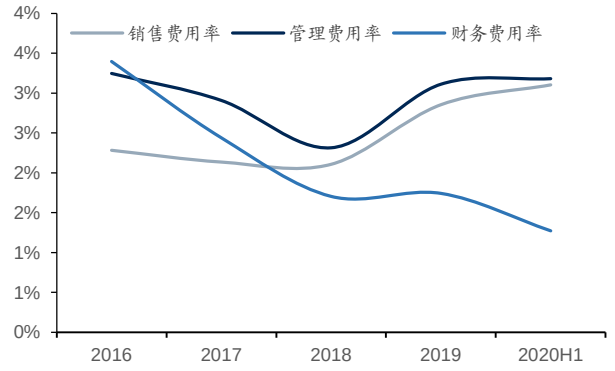
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

费用稳健，负债结构再优化，资本开支压力有限

公司 2020H1 的销售、管理和财务费用率分别为 3.1%、3.2%和 1.3%，较去年同期分别提高了 0.2%、0.5%和-0.2%。其中，销售费用率增加主要系公司的产品结构有所变化，同时客户覆盖范围有所扩大所致。管理费用率增加主要系公司新开纸机和改造美国产线等举措增加了人力开支；未来随着相关产能利用率提升，有望企稳甚至回落。财务费用率下降主要因公司偿还了较多短期借款。

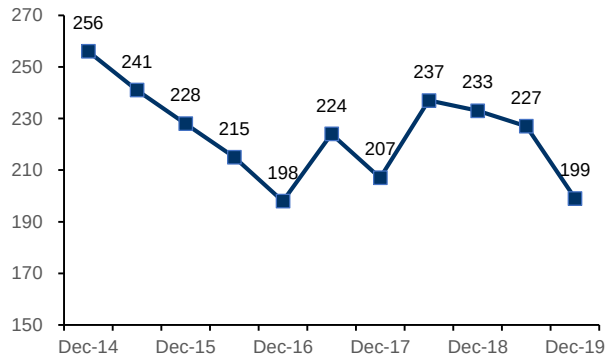
截至 2019.12.31，公司贷款总额 268 亿；其中人民币负债 123 亿元，占比为 45.9%，负债结构进一步优化。公司的净负债比率连续五年保持下降趋势，银行授信额度充足且运营现金流情况良好。未来有能力轻装上阵迎接产业格局重大变化带来的挑战。

图 5：公司费用率



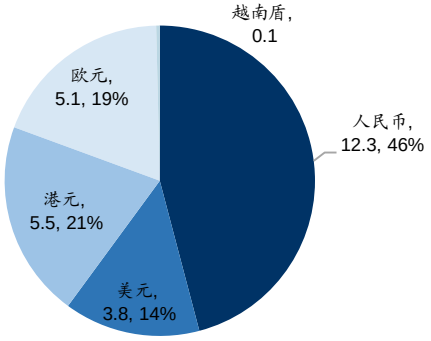
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司净负债的规模（亿元）



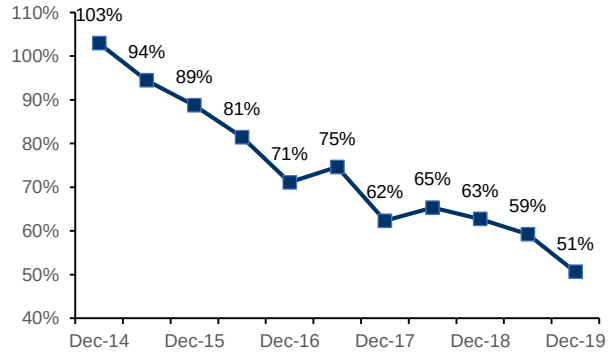
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 7：2019 年末公司有息负债的货币结构（Bn RMB）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

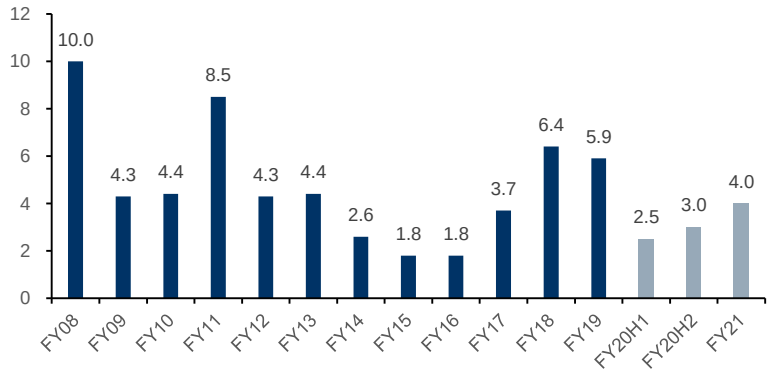
图 8：公司净负债/权益



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

公司未来 2 年内计划的 Capex 约 70 亿元，主要包括国内和马来西亚、美国等地新增产能的投放以及厂区改造、设备升级。我们认为无论从绝对资金规模还是相对营收、经营现金流和负债率的比例来讲，未来的 Capex 均不会对公司经营和财务构成较大压力。

图 9：公司 CAPEX 计划



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

扩张脚步不停，海外和上下游布局将成重点

公司目前总产能约 1730 万吨，其中中国 1510 万吨，占比为 86.8%。2019 年下半年公司于国内投产三条纸机，计划于 2020 年 Q1 投产两条新纸机。届时，公司在国内的造纸生产基地和各基地内产能的布局均将较为合理且充分，将来国内的横向扩张可能放缓。

我们认为，2020 年后公司的产能扩张重点将转向两个重点：海外寻求优质原材料基地，国内向下游延伸布局二级和三级纸厂。随着公司布局的持续推进，美废进口下降对公司高品质原材料的影响有望逐渐缓解。

表 1：公司新增产能计划

生产基地	纸品	设计年产能（万吨）	预计投产日期
河北	包装纸	50	2020Q1
东莞	包装纸	60	2020Q1
马来西亚	包装纸	55	2021 年末

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在国内外纸、浆产能的多元布局的同时，开始将业务延伸至下游纸板和纸箱生产。我们认为这是公司向全球化+垂直产业链整合的国际化造纸巨头迈进的重要节点。

疫情短期影响有限，对龙头可能短空长多

受疫情和春节等因素影响，公司截至目前开工率约为 50%，2 月销量可能略低于往年水平。公司生产基地分布广泛且管理运营水平优秀，后续随着全国各地陆续复工，开工率有望不断恢复。

从生产基地分布单一、原材料来源较为局限、生产成本较高、向下游转嫁成本压力较难等因素来看，小企业受疫情影响远大于龙头企业。我们认为，随着公司下游客户陆续复工，上游废纸打包站恢复正常运营，公司将走出疫情带来的短期影响；长期还将受益于短期冲击对行业尾部产能的加速出清。

维持收入预测，上调 2020FY 盈利预测

考虑到公司 2-4 月开工率可能较往年有所下降、公司有能力向下游转嫁成本压力、进口美废关税取消等多重因素，我们维持对公司 2020-2022FY 的收入预测。适当上调 2020 年预测毛利率，因此将 2020FY 的预测净利润从 37.87 亿元上调至 41.65 亿元。

预测公司 2020-2022 年的收入分别为 626.26、732.10 和 776.02 亿元，同比增速分别为 14.6%、16.9%和 6.0%；净利润分别为 41.65、90.08 和 86.04 亿元，同比增速分别为-1.9%、137.8%和-4.5%。2020 年 2 月 25 日公司收盘价 8.93 港元对应的预测 PB 分别为 0.92、0.78 和 0.67 倍。

维持“买入”评级，上调合理估值区间

我们认为，去年四季度以来包装纸行业的涨价，并不仅仅是行业库存去化后简单的补库行为。而是我国包装纸行业增速大幅放缓、全球纤维循环格局重塑的背景下，龙头公司凭借全方位优势迎接发展机遇的阶段化体现。

维持对玖龙纸业的“买入”评级，并根据相对和绝对估值法参数调整，将公司合理估值区间上调至 9.74~12.43 港元（前值为 8.77~11.73 港元）。

表 2：重点覆盖公司估值表(截至 2020.2.25)

股票代码	简称	股价（CNY）	BPS（元/股）			PB			PE（TTM）	总市值（亿元）
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
002078.SZ	太阳纸业	8.97	*5.54	*6.30	*7.18	*1.62	*1.42	*1.25	12.10	232.48
002511.SZ	中顺洁柔	15.38	*2.92	*3.40	*3.93	*5.27	*4.52	*3.91	37.84	201.31
2689.HK	玖龙纸业	8.05	**8.01**	*8.72	*10.26	**0.98**	*0.92	*0.78	9.70	377.66

资料来源:Wind，国信证券经济研究所预测和整理
注：带*数据为国信证券经济研究所整理预测，其余来自 Wind，加粗数据为 2019 年实际值

风险提示

1.行业供给侧收缩幅度不及预期；2.原材料价格剧烈波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8186	12116	22973	32510
应收款项	7357	9437	11032	11694
存货净额	7609	6504	6973	7639
其他流动资产	157	0	0	0
流动资产合计	**23395**	**28144**	**41116**	**52065**
固定资产	56801	57049	54458	51142
无形资产及其他	271	260	249	239
投资性房地产	207	207	207	207
长期股权投资	90	120	91	63
资产总计	**80764**	**85779**	**96121**	**103715**
短期借款及交易性金融负债	14382	14880	15801	15021
应付款项	6056	3902	4881	6111
其他流动负债	2510	2533	2734	2966
流动负债合计	**22948**	**21316**	**23416**	**24098**
长期借款及应付债券	16620	19900	20900	20900
其他长期负债	3294	3294	3294	3294
长期负债合计	**19915**	**23195**	**24195**	**24195**
负债合计	**42862**	**44510**	**47611**	**48293**
少数股东权益	310	345	380	409
股东权益	37591	40924	48130	55013
负债和股东权益总计	**80764**	**85779**	**96121**	**103715**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.82	0.89	1.92	1.83
每股红利	0.00	0.18	0.38	0.37
每股净资产	8.01	8.72	10.26	11.72
ROIC	7%	7%	13%	13%
ROE	10%	10%	19%	16%
毛利率	15%	15%	22%	20%
EBIT Margin	11%	9%	16%	15%
EBITDA Margin	7%	18%	25%	23%
收入增长	4%	15%	17%	6%
净利润增长率	-51%	8%	116%	-4%
资产负债率	53%	52%	50%	47%
息率	0.0%	2.3%	5.1%	4.8%
P/E	9.2	8.6	4.0	4.1
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	19.4	6.9	4.6	4.7

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**54647**	**62626**	**73210**	**77602**
营业成本	46208	53232	56994	62082
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1115	1850	2128	1831
管理费用	1183	1741	2079	2181
财务费用	(921)	943	1083	1099
投资收益	0	(378)	(378)	(378)
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	(2862)	3	(2)	0
营业利润	4201	4484	10545	10032
营业外净收支	626	766	759	759
利润总额	**4826**	**5250**	**11304**	**10791**
所得税费用	945	1050	2261	2158
少数股东损益	22	35	35	29
归属于母公司净利润	**3860**	**4165**	**9008**	**8604**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**3860**	**4165**	**9008**	**8604**
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(2088)	5763	6102	6326
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(921)	943	1083	1099
营运资本变动	3414	(2948)	(884)	134
其它	22	35	35	29
经营活动现金流	**5208**	**7015**	**14261**	**15092**
资本开支	(2115)	(6000)	(3500)	(3000)
其它投资现金流	(87)	0	(52)	(83)
投资活动现金流	**(2115)**	**(6030)**	**(3524)**	**(3055)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	2049	3280	1000	0
支付股利、利息	0	(833)	(1802)	(1721)
其它融资现金流	(8050)	498	921	(780)
融资活动现金流	**(3951)**	**2945**	**120**	**(2501)**
现金净变动	**(858)**	**3930**	**10857**	**9537**
货币资金的期初余额	9045	8186	12116	22973
货币资金的期末余额	8186	12116	22973	32510
企业自由现金流	4151	1459	11323	12666
权益自由现金流	(1109)	4483	12377	11007

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032