

(2689.HK)

报告日期：2020年9月25日

点评报告

行业公司研究——造纸行业一

证券研究报告

# 业绩表现符合预期，汇率升值&价格向上利好业绩释放

## ——玖龙纸业点评报告

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ : 联系人: 史凡可、傅嘉成、姜文镗  
✉ : mali@stocke.com.cn

### 报告导读

报告期内实现收入 519.60 亿元 (-6.1%)、净利润 41.68 亿元 (+7.5%)，剔除汇兑损益 2.62 亿后归母净利润 39.06 亿 (-2.9%)。期内公司实现销量 1530 万吨，较去年同期增长 120 万吨，剔除汇兑亏损后吨净利约 255 元 (-10.5%)；其中 20H1 实现营业收入 230.90 亿元 (-5.3%)，归母净利润 18.90 亿元 (+18.1%)，剔除汇兑损益 3.89 亿后归母净利为 15.01 亿元 (-4.2%)，实现销量 680 万吨，剔除汇兑损益后的吨净利为 221 元，环比下降 22.1%，盈利能力下滑。

### 投资要点

#### □ 销量稳健增长，瓦楞纸、灰底白板销量表现靓丽

报告期内，公司造纸业务实现销售额 511.66 亿元 (-5.9%)，销量 1530 万吨 (+8.5%)；纸浆业务销售额 1.75 亿元 (-23.3%)。细分纸种来看，(1) 包装纸：期内实现收入 445.19 亿(-5.09%)，销量 1434 万吨 (+1.73%)，单价 3103.7 元/吨 (-6.78%)；其中牛卡纸、瓦楞纸、灰底白板销量分别为 737、396、280 万吨，同比+6%、+16%、+15%，占包装营收占比分别为 46.4%、21.7%、18.6%；瓦楞纸、灰底白板销量表现靓丽。(2) 文化纸：期内实现收入 57.80 亿 (-10.8%)，销量 102 万吨 (-8.0%)，单价 5674.48 元/吨(-3.1%)。(3) 特种纸：期内实现收入 8.67 亿元 (-12.85%)，占总营收比例 1.69%。

#### □ 疫情下单吨盈利承压，看好下半年景气提升

(1) 上半年疫情&春节影响公司生产经营，销量为 680 万吨，环比减少 170 万吨；价格方面前期由于复工后废纸脉冲供给产业链价格集体下调，箱板纸较 3 月高点 4577 元/吨下降至 5 月 3777 元/吨，对应公司剔除汇兑损益后的吨净利仅为 221 元/吨，环比下降 22.1%。(2) 下半年下游需求复苏叠加原材料限制，预期箱板纸价格向上。伴随下游需求有所修复叠加原材料限制(前 11 批外废配额合计 594.31 万吨，较去年同期减少 480.88 万吨，带动国废价格自 4 月初 1785 元/吨上升至目前 2180 元/吨)，本周箱板纸、瓦楞纸价格 4510、3658 元/吨，基本持平，较 5 月初低点上涨 750 元/吨、550 元/吨。预期箱板纸传统旺季将至，渠道库存持续消化(8 月社会库存 136.1 万吨，较 6 月下降 9.5%；龙头企业)，此外白卡、白板持续提价拉开与箱板纸价差，预期箱板纸价格稳定向上，利好公司盈利释放。

#### □ 人民币进入升值周期，玖龙显著受益

近期美元兑人民币汇率持续抬升，目前为 6.8238，较 5 月底升值 4.9%，且预期人民币尚处于升值通道之中。由于人民币汇率波动影响木浆、废纸采购成本，以及美元营运资本、美元债务等经营数据，因此对于进口型的造纸板块较为利好。由于玖龙纸业外废采购量相对较大、且美元借款占比较高显著受益。根据我们详细测算，人民币汇率升值 1%，对应玖龙纸业提升净利润 58.95 百万元，参考 2020 财年净利润，对应提升净利润提升 1.4%。

### 评级

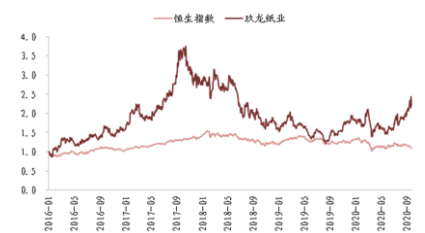
### 买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 9.90



### 公司简介

### 相关报告

我国包装原纸行业龙头公司，产能释放稳步增长，“全球化+产业链一体化”逐步推进。

报告撰写人：马莉

联系人：史凡可、傅嘉成、姜文镗

### □ 浆纸产能有序扩张，逐步推进产业链一体化

报告期内泉州 35 万吨、沈阳 60 万吨包装纸、马来西亚再生浆投产；截止 20H1 公司合计拥有纸、浆产能 1732 万吨，其中纸 1647 万吨、浆 85 万吨（海外 15 万吨木浆、70 万吨再生浆）。（1）纸：20H2 计划河北、东莞共计 110 万吨箱板纸产能投产，22Q2 马来西亚 55 万吨包装纸投产，2022Q3 湖北浆纸基地新增 120 万吨包装纸产能，预期 2022 年底合计造纸产能达 1932 万吨。（2）浆：于湖北荆州筹备首个浆纸一体化项目，其中包括 60 万吨木浆产能；计划扩张沈阳 60 万吨木浆产能；预计 2022 年底浆产能超 200 万吨。此外于 19 年 9 月公司收购包装厂延伸至下游产业链，总设计年产能为 10 亿平方米，对公司扩大业务量、提升受益带来多方协同效益。

### □ 毛利率小幅上行，费用管控良好

报告期内毛利率同比增长 2.14pct 至 17.58%，其中 20H1 公司毛利率同比增长 2.45pct 至 17.77%，主要系期内原材料废纸价格跌幅大于原纸价格。期间费用率合计 8.01% (+0.31pct)，其中销售费用率 3.05% (+0.2pct)；管理费用率 3.62% (+0.51pct)；财务费用率 1.34% (-0.4pct)。综合来看，报告期内公司归母净利率为 8.14% (+0.20pct)，20H1 归母净利率由去年同期 6.56% 上行至 8.18%。

### □ 负债率持续下滑，经营现金流表现靓丽

期末公司资产负债率为 48.57%，较去年同期下滑 1.81pct。期末公司应收账款合计 45.97 亿元，较期初增加 6.13 亿元，应收账款周转天数 30.08 天同比减少 2.8 天；账上存货 52.46 亿元，较期初增加 6.13 亿元，存货周转天数同比减少 1.03 天至 54.68 天，预计系 20H1 销量较低相关；账上应付账款及票据 54.73 亿元，较期初减少 1.13 亿元。期内公司经营现金流净额 89.49 亿元 (+3.61%)，表现优异。

### □ 盈利预测

预计公司 21-23 财年实现营业收入 585.3 /654.9 /704.4 亿元 (+7.1% /+11.9% /+7.6%)，归母净利 51.0 /56.4 /63.5 亿元 (+31.5% /+10.6% /+12.5%)，对应 PE 为 9.1X /8.2X /7.3X，考虑到公司盈利具有较大的向上弹性且目前估值显著偏低，给予“买入”评级。

### □ 风险提示

原材料价格大幅波动，竞争加剧，二次疫情

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	51960.46	58527.51	65487.13	70442.24
(+/-)	-4.92%	7.10%	11.89%	7.57%
净利润	4168.46	5102.26	5642.15	6347.95
(+/-)	7.46%	31.53%	10.58%	12.51%
每股收益(元)	0.89	1.09	1.20	1.35
P/E	11.98	9.10	8.23	7.32

**图 1：玖龙纸业半年度数据一览**

单位：百万元	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
营业总收入	14505.23	16415.14	15848.12	19166.21	20104.55	25712.41	27252.03	30410.29	24382.19	28870.19	23090.27
YOY	1.67%	4.43%	9.26%	16.76%	26.86%	34.15%	35.55%	18.27%	-10.53%	-5.06%	-5.30%
归母净利润	732.19	312.02	809.72	1914.68	2468.99	4329.27	3518.81	2259.31	1600.36	2278.68	1889.77
YOY	-6.44%	-54.07%	10.59%	513.64%	204.92%	126.11%	42.52%	-47.81%	-54.52%	0.86%	18.08%
毛利率	18.01%	17.34%	19.22%	18.25%	22.39%	24.52%	19.52%	15.54%	15.32%	17.05%	17.77%
期间费用率	9.87%	8.89%	8.96%	8.04%	6.94%	5.86%	6.37%	7.14%	8.42%	7.61%	9.32%
其中：销售费用	387.83	378.65	357.37	499.56	338.32	501.34	613.76	881.79	682.37	902.83	681.66
销售费用率	2.67%	2.31%	2.25%	2.61%	1.68%	1.95%	2.25%	2.90%	2.80%	3.13%	2.95%
其中：管理+研发费用	445.34	538.27	509.33	534.02	608.32	557.05	669.45	822.46	882.75	925.37	955.08
管理+研发费用率	3.07%	3.28%	3.21%	2.79%	3.03%	2.17%	2.46%	2.70%	3.62%	3.21%	4.14%
其中：财务费用	598.52	541.71	553.69	508.15	449.06	447.85	453.98	465.56	488.16	369.55	514.43
财务费用率	4.13%	3.30%	3.49%	2.65%	2.23%	1.74%	1.67%	1.53%	2.00%	1.28%	2.23%
归母净利率	5.05%	1.90%	5.11%	9.99%	12.28%	16.84%	12.91%	7.43%	6.56%	7.89%	8.18%
利润总额	1034.75	566.88	1100.55	2367.13	3067.87	5431.77	4119.52	2854.23	1972.04	2902.45	2393.15
所得税	279.30	239.22	278.83	448.04	577.32	1102.12	587.92	577.27	367.28	609.24	456.28
所得税率	26.99%	42.20%	25.34%	18.93%	18.82%	20.29%	14.27%	20.22%	18.62%	20.99%	19.07%
少数股东损益	23.26	15.64	12.00	4.40	21.57	0.38	12.80	17.66	4.40	14.53	47.10
存货周转天数	57.29	44.96	49.12	38.87	47.83	50.70	49.68	47.77	49.68	46.09	54.68
较上年同期增减	-4.52	-8.27	-8.17	-6.09	-1.29	11.82	1.85	-2.93	0.00	-1.68	5.00
应收账款周转天数	61.29	57.99	55.80	46.66	45.96	36.43	38.87	33.28	38.87	27.14	29.73
较上年同期增减	-4.01	0.45	-5.49	-11.33	-9.84	-10.23	-7.09	-3.15	0.00	-6.14	-9.14
ROE	2.82%	1.23%	3.07%	6.96%	7.78%	13.15%	8.66%	6.21%	4.06%	5.85%	4.48%
YOY (±)	-0.31%	-1.54%	0.25%	5.73%	4.71%	6.19%	0.88%	-6.94%	-4.60%	-0.36%	0.42%
资产负债率	60.75%	60.73%	60.74%	55.85%	54.53%	53.06%	53.41%	55.20%	53.41%	50.38%	48.57%
YOY (±)	-2.52%	-0.92%	-0.01%	-4.88%	-6.20%	-2.79%	-1.12%	2.14%	0.00%	-4.82%	-4.84%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 2：玖龙纸业吨净利拆分一览**

玖龙纸业	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
净利润(百万元)	732.7	312.0	809.7	1914.7	2470.0	4329.3	3518.8	2259.3	1600.4	2278.7	1889.8
yoy	-6%	-54%	11%	514%	205%	126%	43%	-48%	-55%	1%	18%
经营融资活动汇兑损益(百万元)	-94.0	-1078.9	-693.2	-107.1	-292.5	-21.2	12.0	-198.4	33.7	-127.6	389.2
销量(万吨)	590	670	640	710	590	630	670	750	660	850	680
销量同比增减(万吨)	50	40	50	40	-50	-80	80	120	-10	100	20
吨净利(包括汇兑,元)	124	47	127	270	419	687	525	301	242	268	278
吨净利(不包括汇兑,元)	140	208	235	285	468	691	523	328	237	283	221

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 3：玖龙纸业收入拆分一览**

单位：百万元	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
营业收入	32093.00	39154.81	52781.75	54647.45	51341.19
yoy		22.00%	34.80%	3.53%	-6.05%
包装纸					
收入	30006.17	36722.35	46905.51	46905.51	44519.17
yoy		22.38%	35.45%	-5.70%	-5.09%
占比	93.50%	93.79%	94.24%	85.83%	86.71%
销量(百万吨)	12.58	12.50	12.52	14.10	14.34
单价(元/吨)	2385.23	2937.79	3973.27	3326.63	3103.71
产能(百万吨)	13.23	13.23	13.58	14.10	15.10
其中：牛卡纸收入	15228.26	19538.25	27552.08	26176.13	23822.31
占比	47.45%	49.90%	52.20%	47.90%	46.40%
yoy		28.30%	41.02%	-4.99%	-8.99%
销量(百万吨)	6.18	6.41	6.60	6.95	7.37
单价(元/吨)	2464.12	3045.79	4174.01	3765.96	3233.32
产能(百万吨)	7.23	7.23	7.58	8.10	9.10
其中：高强瓦楞芯纸收入	7291.50	9044.76	12509.28	11639.91	11141.04
占比	22.72%	23.10%	23.70%	21.30%	21.70%
yoy		24.05%	38.30%	-6.95%	-4.29%
销量(百万吨)	3.31	3.32	3.35	3.41	3.96
单价(元/吨)	2202.87	2722.11	3738.26	3410.26	2813.88
产能(百万吨)	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
其中：涂布灰底白板纸收入	7486.41	8144.20	9711.84	8303.88	9549.46
占比	23.33%	20.80%	18.40%	15.20%	18.60%
yoy		8.79%	19.25%	-14.50%	15.00%
销量(百万吨)	3.09	2.76	2.57	2.62	2.80
单价(元/吨)	2422.79	2948.17	3776.21	3165.45	3410.52
产能(百万吨)	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
环保型文化用纸					
收入	1852.00	2181.59	2706.58	6481.14	5780.48
yoy		17.80%	24.06%	139.46%	-10.81%
占比	5.77%	5.57%	5.13%	11.86%	11.30%
销量	0.49	0.50	0.50	1.11	1.02
单价(元/吨)	3779.59	4363.18	5626.98	5853.30	5674.48
产能(百万吨)	0.45	0.50	0.50	1.10	1.10
高价特种纸产品					
收入	234.65	250.87	333.81	994.30	866.53
yoy		6.91%	33.06%	197.86%	-12.85%
占比	0.73%	0.64%	0.63%	1.82%	1.69%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	18420.40	23842.76	27808.07	30033.49	<b>营业收入</b>	51960.46	58527.51	65487.13	70442.24
现金	5559.51	5852.75	7858.46	10566.34	营业成本	42313.90	49263.15	54962.91	58998.48
交易性金融资产	63.30	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	1065.52	1170.55	1326.32	1444.07
应收账款	4596.70	6767.86	6875.29	6415.70	营业费用	(1584.49)	(1755.83)	(1964.61)	(2113.27)
其它应收款	2809.82	3219.01	3601.79	3874.32	管理费用	(1880.45)	(2048.46)	(2292.05)	(2465.48)
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	5245.72	7760.39	9223.54	8922.59	财务费用	883.98	1410.05	1410.32	1795.66
其他	145.35	242.75	248.99	254.54	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	60899.22	62954.67	65716.29	68384.15	公允价值变动损益	(120.24)	(100.00)	(100.00)	(99.00)
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	(149.28)	(162.28)	(149.28)	(136.28)
长期投资	0.00	89.69	89.69	89.69	其他经营收益	760.48	861.07	861.07	861.07
固定资产	58532.63	60867.04	63621.36	66284.21	<b>营业利润</b>	5295.60	6418.36	7093.34	7973.41
无形资产	287.81	287.81	411.17	575.65	营业外收支	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	5295.60	6418.36	7093.34	7973.41
其他	2078.78	1710.14	1594.08	1434.60	所得税	1065.52	1283.67	1418.67	1594.68
<b>资产总计</b>	58038.20	86797.43	93524.36	98417.63	<b>净利润</b>	4230.08	5134.69	5674.67	6378.73
<b>流动负债</b>	16488.97	25121.89	32698.81	38442.09	少数股东损益	61.63	32.43	32.52	30.77
短期借款	7926.24	20748.10	21755.40	33170.17	<b>归属母公司净利润</b>	4168.46	5102.26	5642.15	6347.95
应付款项	5472.68	674.12	6853.14	803.63	<b>EBITDA</b>	4229.88	7395.35	8171.44	9064.43
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.89	1.09	1.20	1.35
其他	3090.04	3699.67	4090.28	4468.29	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	22034.26	21034.28	20034.28	19034.28		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	18361.28	17361.28	16361.28	15361.28	<b>成长能力</b>				
其他	3672.98	3673.00	3673.00	3673.00	营业收入	-4.92%	7.10%	11.89%	7.57%
<b>负债合计</b>	38523.23	46156.17	52733.10	57476.37	营业利润	-49.14%	32.12%	10.52%	12.41%
少数股东权益	425.77	500.00	550.00	600.00	归属母公司净利润	7.46%	31.53%	10.58%	12.51%
归属母公司股东权	40370.62	40141.26	40241.26	40341.26	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	79319.62	86797.43	93524.36	98417.63	毛利率	15.65%	15.83%	16.07%	16.25%
					净利率	7.14%	8.77%	8.67%	9.06%
					ROE	10.39%	12.91%	13.86%	15.53%
					ROIC	4.35%	5.07%	5.60%	5.58%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	54.69%	53.18%	56.38%	58.40%
					净负债比率	68.24%	82.57%	72.28%	84.44%
					流动比率	1.02	0.95	0.85	0.78
					速动比率	0.69	0.64	0.57	0.55
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.70	0.70	0.73	0.73
					应收帐款周转率	10.95	10.89	9.60	10.60
					应付帐款周转率	10.53	15.74	14.60	15.41
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.89	1.09	1.20	1.35
					每股经营现金	1.84	26.80	29.00	11.26
					每股净资产	8.01	8.55	8.58	8.60
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.98	9.10	8.23	7.32
					P/B	1.24	1.16	1.15	1.15
					EV/EBITDA	10.75	11.22	9.92	9.80

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>