

中期业绩承压，估值底部长线布局 增持（维持）

2019 年 02 月 27 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	52781.75	60150.27	64623.27	69317.39
同比（%）	34.80%	13.96%	7.44%	7.26%
归母净利润（百万元）	7848.07	5093.97	5631.59	6221.71
同比（%）	79.03%	-35.09%	10.55%	10.48%
每股收益（元/股）	1.68	1.09	1.20	1.33
P/E（倍）	4.49	6.95	6.28	5.69

投资要点

- **公司公告 18/19 财年中中期业绩：**期内实现营收 303.28 亿（+18.24%），归母净利 22.59 亿（-47.81%），剔除汇兑亏损 1.98 亿后归母净利为 24.58 亿（较去年剔除汇兑净利润同比下滑 43.51%）。期内公司实现销量 750 万吨，较去年同期增长 19%，剔除汇兑亏损后的吨净利约 328 元（-52.53%），单吨盈利能力承压。
- **销量增长略超预期，保障收入稳健增长：**报告期内，公司造纸业务实现销售额 302.13 亿元（+17.79%），其中内销收入占 89%，美国区收入占 9.1%、越南占 1.9%；纸浆业务销售额 1.15 亿元（营收占比 0.38%）。细分纸种包装纸、文化纸、高价特种纸分别实现销售额 261.55 亿（+8.11%）、35.40 亿（+173.46%）、5.17 亿（+218.88%）。期内公司实现销量约 750 万吨，较去年同期大幅增长 120 万吨，来自中国、越南、美国（收购）的增量分别为 70、10、40 万吨。
- **多重不利因素压制盈利水平：**（1）需求不振、去库存导致纸价低迷。18 年 Q4 进入旺季后纸企持续清理库存，12 月底箱板/瓦楞原纸厂的库存较 9 月高点已经分别下滑 38.38% / 44.99%，纸价持续下滑：18H2 箱板/瓦楞纸均价 4867/4231 元/吨，较去年同期下滑 6.76%/7.66%。（2）中美贸易战导致美废到港收紧，内外废价差由 18 年 6 月底的 1300+元/吨持续收缩至 12 月底的 400+元/吨，公司外废使用比例也由去年同期的约 60%下滑至 45%，成本红利持续收窄。（3）18H2 人民币贬值幅度达 3.74%，公司经营及融资活动汇兑亏损（税后）达到 1.98 亿，而去年同期仅亏损 2120 万。
- **短期边际改善或利好 19 年业绩修复：**（1）年后库存清理到位，进入淡季补库存期，以山鹰为代表的纸企涨价函密集发放，预期短期内废纸系价格将企稳回升；（2）18 年底中美贸易战谈判缓和，美废到港重新理顺，截止 19 年 2 月 26 日美废 13#价格由年初下跌近 40%，内外废价差再次扩大至 1100+元/吨，19 年前四批次外废配额中玖龙获批 140.95 万吨（占比 25.46%），预计将持续享受成本红利；（3）19 年初至今人民币升值幅度达到 2.4%，利好公司汇兑减亏。
- **海外持续布局，长期具备比较优势：**在废纸原料紧缺环境下，公司持续开拓海外布局。18 年 8 月份公司宣布投入 0.62 亿美元收购美国 Firmont 纸浆厂，新增再生浆产能 22 万吨；10 月份宣布对此前于 6 月收购的 Rumford 和 Biron 纸厂增资新建两条废纸浆产线，并宣布收购 Old Town 纸浆厂（原拥有约 16 万吨漂白短纤木浆产能）且将改造为生产本色木浆。我们认为公司依靠资金优势完善海外供应链，长期具备竞争优势。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.84
一年最低/最高价	6.64/13.51
市净率(倍)	1.14
港股流通市值(百万港元)	41479.23

基础数据

每股净资产(元)	7.78
资产负债率(%)	55.20
总股本(百万股)	4692.22
流通股本(百万股)	4692.22

相关研究

- 1、《玖龙纸业 (02689)：盈利维持高位，看好长期成长》2018-09-19
- 2、《【东吴轻工】玖龙纸业：17 年下半年吨利大幅提升，调高 18 年盈利预期》2018-02-28

- **产能建设持续推进，奠基未来增长：**至 2018 年底，公司合计拥有纸、浆产能约 1530 万吨（包装纸 1360 万吨、文化纸 110 万吨、高价特种纸及纸浆 60 万吨），其中四家美国浆/纸厂年产能 130 万吨。泉州 35 万吨、河北 50 万吨、沈阳 60 万吨项目预计于 19Q2 投产，东莞 60 万吨项目预计于 19Q3 投产，合计新增产能 205 万吨；公司预计于 2021 年底前完成对美国四家浆/纸厂的设备升级与改造，预计增加 140 万吨产能。我们预计 2021 年底公司总设计产能有望达到 1900 万吨，持续巩固行业霸主地位。
- **毛利率大幅下滑，外延致费用增加：**期内公司毛利率由去年同期 24.5% 下降至 15.5%，主要由纸价低迷、废纸原料采购成本增加所致。期内三费率合计 7.04% (+1.18pct)，其中销售费用率 2.86% (+0.91pct)，主要系新收购美国浆纸厂合并新增销售及推广费用约 3.2 亿元，剔除该因素后与去年同期持平；管理费用率 2.67% (+0.5pct)，其中因合并美国浆纸厂增加 1.1 亿元，此外因各基地将推出新纸机而增加了额外的管理及行政成本、研发支出；财务费用率 1.51% (-0.23pct)。此外受人民币贬值影响，公司汇兑损失总额较去年同期增加 1.77 亿元人民币。综合来看，公司归母净利率由去年同期 16.84% 大幅下滑至 7.45%。
- **应付款项增加较多，经营性现金流持续向好：**期末公司资产负债率为 55.2%，较去年同期上升 2.14pct，预计系应付账款及票据、长期贷款增加较多所致。期末公司账上应收款项合计 86.18 亿元，较期初减少 3.7 亿，应收账款周转天数同比下降 3.15 天至 33.28 天；账上存货 69.05 亿，较期初增加 2.14 亿，存货周转天数同比下降 2.93 天至 47.77 天；账上应付账款及票据 43.28 亿，较期初增加 11.55 亿。期内公司经营性现金流量净额 47.79 亿元（同比+17.3%），现金周转能力有所提升。
- **估值处于底部，长期成长通顺：**公司作为亚洲第一大箱板瓦楞纸龙头，受益于供给侧改革、废纸进口政策趋严盈利水平长期领先行业，后续产能扩张节奏较快，在行业供需格局良好下有望持续巩固业绩增长。短期来看，下游补库、纸价有望企稳回升，内外废价差带来的成本红利重新扩大，且人民币汇率持续走强，或利好公司 19 年业绩修复；中长期来看，公司有望凭借资金优势通过外延整合加速海外布局、扩大自身产能，持续巩固龙头地位。目前单吨市值、静态 PB 均已经处于历史底部，建议长线布局。
- **盈利预测及投资评级：**预计公司 19-21 财年实现营收 601.50/646.23/693.17 亿（+13.96%/+7.44%/+7.26%），归母净利 50.94/56.32/62.22 亿（-35.09%/+10.55%/+10.48%），对应 PE 为 6.95X/6.28X/5.69X，维持“增持”评级！
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，环保力度加大

表 1：玖龙纸业重点财务数据一览

(百万元)	2014H2	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2
营业总收入	15718.61	14505.23	16415.14	15848.12	19166.21	20104.55	25712.41	28171.03	30807.12
营业收入	15686.50	14406.04	16310.52	15782.25	19125.02	20029.78	25649.44	27132.31	30328.00
YOY	6.61%	1.34%	3.98%	9.55%	17.26%	26.91%	34.11%	35.46%	18.24%
毛利率	13.52%	18.02%	17.34%	19.22%	18.25%	22.39%	24.52%	19.52%	15.54%
销售费用率	1.85%	2.67%	2.31%	2.25%	2.61%	1.68%	1.95%	2.18%	2.86%
管理费用率	3.01%	3.07%	3.28%	3.21%	2.79%	3.03%	2.17%	2.38%	2.67%
财务费用率	3.72%	5.10%	3.67%	4.22%	2.60%	2.29%	1.74%	1.68%	1.51%
归母净利润	679.33	732.19	312.02	809.72	1914.68	2468.99	4329.27	3518.81	2259.31
YOY	-30.15%	-6.44%	-54.07%	10.59%	513.64%	204.92%	126.11%	42.52%	-47.81%
归母净利率	4.32%	5.05%	1.90%	5.11%	9.99%	12.28%	16.84%	12.49%	7.45%
资产负债率	61.64%	60.75%	60.73%	60.74%	55.85%	54.53%	53.06%	53.41%	55.20%
应收账款周转天数	57.55	61.29	57.99	55.80	46.66	45.96	36.43	38.87	33.28
YOY(±)	-12.93	-4.01	0.45	-5.49	-11.33	-9.84	-10.23	-7.09	-3.15
存货周转天数	53.23	57.29	44.96	49.12	38.87	47.83	50.70	49.68	47.77
YOY(±)	3.00	-4.52	-8.27	-8.17	-6.09	-1.29	11.82	1.85	-2.93
经营性现金流净额	2674.04	2932.34	3110.82	3349.65	3528.09	-14.79	4074.50	4325.79	4779.47
YOY(±)	1173.18	950.77	436.79	417.32	417.27	-3364.44	546.41	4340.58	704.97
投资性现金流净额	-795.28	-1392.63	-857.01	-503.56	-1357.56	-1808.84	-2118.91	-5256.94	-3830.77
YOY(±)	673.05	-380.82	-61.72	889.07	-500.55	-1305.28	-761.35	-3448.10	-1711.86
资本开支	861.12	901.72	959.39	878.72	1743.25	1925.03	2258.48	4128.12	-
YOY(±)	-643.33	-169.75	98.27	-23.01	783.85	1046.31	515.24	2203.09	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：玖龙纸业半年度吨净利拆分

玖龙半年度数据	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2
净利润（百万元）	732.7	312.0	809.7	1914.7	2469.0	4329.3	3518.8	2259.3
yoy	-6%	-54%	11%	514%	205%	126%	43%	-48%
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
销量（万吨）	590	670	640	710	590	630	670	750
销量同比增减（万吨）	50	40	50	40	-50	-80	80	120
吨净利（包括汇兑，元）	124	47	127	270	418	687	525	301
吨净利（不包括汇兑，元）	140	208	235	285	468	691	523	328

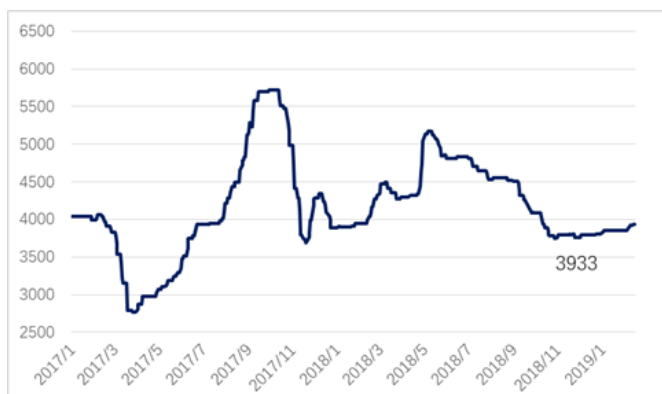
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：箱板纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：瓦楞纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

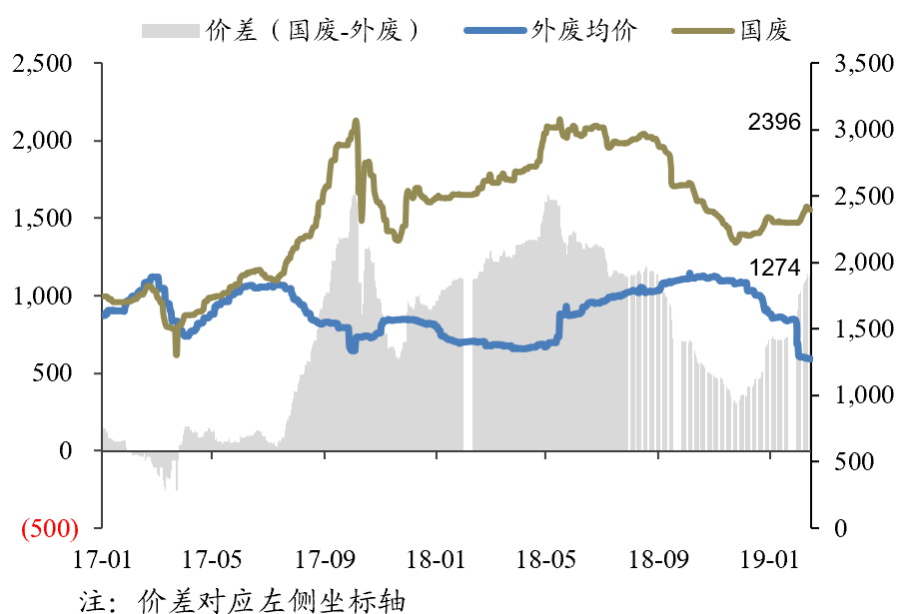
表 3：外废配额发放情况一览

序号	单位（万吨） 企业	2019		2018		2017		2016	
		前4批次	占比	前26个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	140.95	25.46%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	62.44	11.28%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	73.00	13.18%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业（含福建联盛）	65.51	11.83%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛（龙海）	15.41	2.78%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	74.00	13.37%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	13.63	2.46%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	11.77	2.13%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	8.51	1.54%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	8.95	1.62%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	5.01	0.91%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	3.71	0.67%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	70.79	12.78%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		553.68		1828.07		3117		4080	

来源：中国固废化学品管理网、东吴证券研究所

数据来源：中国固废化学品管理网，东吴证券研究所

图 3：内外废价差一览（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

玖龙纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产:	24,723.72	31,400.25	28,281.92	37,860.10	营业收入	52781.75	60150.27	64623.27	69317.39
现金	9,044.71	11,053.04	12,534.70	14,860.48	营业成本	41196.51	50492.04	53850.29	57351.79
应收账款	5,998.28	7,826.94	4,721.27	9,719.85	经营活动的汇兑损益	89.41	(300.00)	(100.00)	(100.00)
存货	6,691.09	6,979.43	7,069.11	9,051.21	销售费用	1115.11	1684.21	1809.45	1940.89
其他	2,989.65	5,540.85	3,956.85	4,228.55	管理费用	1226.50	1563.91	1680.20	1802.25
非流动资产:	53,118.54	57,918.39	60,163.56	62,900.35	其他	1101.68	1101.68	1101.68	1101.68
长期股权投资	176.19	309.63	309.63	309.63	营业利润	10434.73	7211.80	8285.01	9224.14
固定资产净值	51,121.44	55,628.10	57,962.36	60,690.95	财务收入/(费用)净额	921.42	910.18	1343.43	1579.20
商誉及无形资产	231.38	290.39	213.59	207.90	融资活动的汇兑损益	(98.62)	(214.01)	(201.01)	(188.01)
土地使用权	1,482.97	1,583.71	1,571.43	1,585.32	应占联营公司及共同控制实体损	136.60	136.60	136.60	136.60
其他	282.74	416.18	416.18	416.18	应占联营公司损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	77,842.26	89,318.63	88,445.49	100,760.45	除税前溢利	9551.29	6224.21	6877.16	7593.53
流动负债:	24,142.24	35,729.43	33,029.34	43,799.08	所得税	1690.04	1101.33	1216.87	1343.63
短期借款	18,141.11	28,230.48	26,981.11	34,623.49	净利润(含少数股东权益)	7861.25	5122.88	5660.29	6249.90
应付款项	3,172.67	4,327.75	2,583.83	5,383.69	净利润(不含少数股东权益)	7848.07	5093.97	5631.59	6221.71
其他	2,828.45	3,171.19	3,464.40	3,791.90	少数股东损益	13.18	28.91	28.71	28.20
非流动负债合计	17,434.43	16,434.43	15,434.43	14,434.43	EBIT	10374.09	6920.38	8019.59	8984.72
长期借贷	14,571.09	13,571.09	12,571.09	11,571.09	EBITDA	12462.98	9303.41	10507.67	11582.21
其他	2,863.34	2,863.34	2,863.34	2,863.34	重要财务与估值指标				
负债总计	41,576.67	52,163.86	48,463.78	58,233.51	每股收益(元)	1.68	1.09	1.20	1.33
少数股东权益	286.13	328.32	325.11	370.37	每股净资产(元)	7.70	7.85	8.45	8.98
归属母公司股东权益	35,979.46	36,826.46	39,656.61	42,156.57	发行在外股份(百万股)	4674.22	4692.22	4692.22	4692.22
负债和所有者权益合计	77,842.26	89,318.63	88,445.49	100,760.45	ROIC(%)	18.07%	11.78%	13.21%	13.05%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	21.81%	13.83%	14.20%	14.76%
经营活动现金流	8,400.29	5,392.77	12,270.66	6,005.41	毛利率(%)	21.95%	16.06%	16.67%	17.26%
投资活动现金流	(7,375.85)	(6,433.89)	(4,824.14)	(5,325.71)	EBIT Margin(%)	19%	12%	13%	13%
筹资活动现金流	1,582.85	3,049.45	(5,964.86)	1,646.08	销售净利率(%)	14.56%	8.30%	8.54%	8.79%
汇率变动的影响	(35.34)	7.07	(20.30)	(16.19)	资产负债率(%)	53.41%	58.40%	54.80%	57.79%
现金净增加额	2,571.95	2,008.33	1,481.67	2,325.78	收入增长率(%)	34.80%	13.96%	7.44%	7.26%
折旧与摊销	2,088.89	2,383.03	2,488.08	2,597.49	净利润增长率(%)	79.03%	-35.09%	10.55%	10.48%
资本开支	6,386.59	6,577.32	5,000.00	5,500.00	P/E	4.49	6.95	6.28	5.69
营运资本变动	(1,815.74)	(3,071.82)	2,743.15	(4,444.40)	P/B	0.98	0.96	0.89	0.84
企业自由现金流	15,198.20	11,584.39	16,831.81	3,653.09	EV/EBITDA	5.94	8.88	7.37	7.33

注: 玖龙纸业 2019 财年指 2018 年 7 月-2019 年 6 月。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>