

盈利水平触底企稳，坚定看好废纸系逻辑旺季兑现

买入 (上调)

2020年02月25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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	54647	54373	58964	63620
同比 (%)	3.53%	-0.50%	8.44%	7.90%
归母净利润 (百万元)	3860	3675	4351	4778
同比 (%)	-50.82%	-4.77%	18.37%	9.81%
每股收益 (元/股)	0.82	0.78	0.93	1.02
P/E (倍)	9.47	9.94	8.40	7.65

投资要点

- **公司公告 19/20 财年中期业绩:** 期内实现营业收入 288.36 亿元 (-4.92%)，归母利润 22.79 亿元 (+0.86%)，剔除汇兑亏损 1.28 亿后归母利润 24.06 亿 (较去年剔除汇兑的净利润同比下滑 2.09%)。期内公司实现销量 850 万吨，较去年同期增长 100 万吨，剔除汇兑亏损后的吨净利约 268 元 (-18.19%)，环比上半年企稳略升。
- **销量稳定增长，收入同比下降:** 由于 19H2 主要纸种包装纸的价格同比略低 (箱板/瓦楞同比 -18.1%/-21.7%)，公司造纸业务实现销售额 287.39 亿元 (同比 -4.95%)。其中，细分纸种包装纸、文化纸、高价特种纸分别实现销售额 248.91 亿 (-4.92%)、33.88 亿 (-4.31%)、4.60 亿 (-15.58%) 亿。期内公司实现销量约 850 万吨，较去年同期增长 100 万吨 (+13.3%)。
- **19Q3 低点确认，19Q4 单位盈利边际修复:** (1) 受到贸易战及宏观经济的影响，箱板/瓦楞纸价从 18H2 开始下滑，至 19Q3 的单吨价格跌至 3907/3246 元 (较去年同期 -24.84%/-29.40%)，对应行业盈利触底 (箱板/瓦楞毛利率 22.48%/10.36%)；19Q4 箱板/瓦楞价格随着产能进一步出清、供需格局向好，逐渐升至 4075/3384 元 (较 Q3 环比上升 4.29%/4.27%)，对应行业盈利修复 (箱板/瓦楞毛利率 27.3%/13.21%)；(2) 虽然单位盈利边际企稳，公司 19H2 剔除汇兑的单吨利润达到 268 元/吨，较 18H2 (剔除汇兑的单吨利润 328 元/吨) 同比下滑，预期是由于纸价走低、低成本原料比例缩减所致；(3) 此外由于人民币贬值，公司期内经营及融资汇兑亏损 (税后) 1.28 亿。
- **疫情短期拖累现全年低点，关税取消利好盈利:** (1) 短期受到疫情影响，废纸系纸种的生产原料国废的回收供应受到制约，叠加包企复工率逐渐提升，近期部分废纸系纸种落地提价 200 元/吨，但考虑产量受限 20Q1 的生产经营仍受一定影响；(2) 2020 年 2 月 18 日及 21 日国务院公告部分美国商品的进口关税拟被取消，其中包含废纸 (加征税率为 25%)、再生浆 (加征税率为 20%)，考虑 2020 年公司从美进口废纸及再生浆，我们判断原料成本税额节约有望达到 5.64 亿元，利好盈利弹性。
- **浆纸产能持续扩张，产业链一体化有序推进:** 截至 2019 年底，公司合计拥有纸、浆产能约 1732 万吨 (其中箱板纸 905 万吨、瓦楞纸 340 万吨、白板纸 260 万吨、文化用纸 110 万吨、特种纸 23 万吨、再生浆 69 万吨、木浆 16 万吨)，其中四家美国浆纸厂年产能约为 130 万吨，下游包装厂总设计年产能 10 亿平方米。公司计划 20 年新增 110 万吨箱板 (河北 50 万吨+东莞 60 万吨 20Q1 投产)、58 万吨再生浆及木浆产能，21 年新增 55 万吨箱板纸 (马来西亚)、17.5 万吨再生浆及木浆产能，进一步巩固公司销量增长以及上游原料布局。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.64
一年最低/最高价	5.28/9.1
市净率(倍)	0.94
港股流通市值(百万港元)	40540.79

基础数据

每股净资产(元)	8.3
资产负债率(%)	50.38
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): 短期业绩略有承压，长期关注产业链延伸》2019-09-25
- 2、《玖龙纸业 (02689): 中期业绩承压，估值底部长线布局》2019-02-27

- **毛利率小幅上行，管理费用增加较多：**期内公司毛利率同比增长 1.4pct 至 17.1%，主要系期内原材料废纸价格跌幅大于原纸价格。期内三费率合计 7.56% (+0.42pct)，其中销售费用率 3.1% (+0.2 pct)，主要系国内分销渠道覆盖范围扩大；管理费用率 3.18% (+0.48pct)，主因各基地将推出新纸机、扩大研发规模；财务费用率 1.27% (-0.27pct)，主要系公司贷款规模减小所致。期内汇兑亏损 1.33 亿元（同比减少 0.77 亿）。综合来看，公司归母净利率由去年同期 7.43% 小幅上行至 7.83%。
- **Q4 出货较多、周转能力向好，经营性现金流大幅增长：**期末公司资产负债率为 50.38%，较去年同期下滑 4.82pct。期末公司账上应收款项合计 75.71 亿元，较期初增加 2.14 亿元，应收账款周转天数同比下降 9.29 天至 27.14 天；账上存货 46.39 亿，较期初减少 29.7 亿元，预计系 Q4 纸价上行公司出货较多所致，存货周转天数同比下降 4.61 天至 46.09 天；账上应付账款及票据 60.85 亿元，较期初增加 4.99 亿元。期内公司经营性现金流量净额 71.77 亿元（同比+50.27%），表现亮眼。
- **坚定看好废纸系逻辑旺季兑现，建议布局：**公司现有浆纸总产能超过 1730 万吨，是我国最大的综合纸企龙头。中期来看，我们坚定看好下半年废纸系逻辑随着纤维缺口扩大、从而带来行业格局优化，预期废纸系纸种价格旺季具有向上弹性、带动公司盈利边际上行。长期来看，公司始终聚焦传统包装纸稳健扩张的同时，通过纸浆外延和扩建、并购下游包企进一步实现全产业链布局，产业链低位持续夯实。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 19-21 财年实现营业收入 543.73/589.64/636.2 亿 (-0.5%/+8.44%/+7.9%)，归母净利 36.75/43.51/47.78 亿 (-4.77%/+18.37%/+9.81%)，对应 PE 为 9.94 X/8.40X/7.65X，考虑到公司 20 财年盈利具有较大的向上弹性且目前估值显著偏低，上调至“买入”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

单位：百万元	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
营业总收入	14505.23	16415.14	15848.12	19166.21	20104.55	25712.41	27252.03	30410.29	24382.19	29084.60
YOY	1.67%	4.43%	9.26%	16.76%	26.86%	34.15%	35.55%	18.27%	-10.53%	-4.36%
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
YOY	-6.44%	-54.07%	10.59%	513.64%	204.92%	126.11%	42.52%	-47.81%	-54.52%	0.86%
毛利率	18.01%	17.34%	19.22%	18.25%	22.39%	24.52%	19.52%	15.54%	15.32%	17.05%
期间费用率	9.87%	8.89%	8.96%	8.04%	6.94%	5.86%	6.37%	7.14%	8.42%	7.56%
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
销售费用率	2.67%	2.31%	2.25%	2.61%	1.68%	1.95%	2.25%	2.90%	2.80%	3.10%
其中：管理费用	445.34	538.27	509.33	534.02	608.32	557.05	669.45	822.46	882.75	925.37
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%	3.18%
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
财务费用率	4.13%	3.30%	3.49%	2.65%	2.23%	1.74%	1.67%	1.53%	2.00%	1.27%
归母净利率	5.05%	1.90%	5.11%	9.99%	12.28%	16.84%	12.91%	7.43%	6.56%	7.83%
利润总额	1034.75	566.88	1100.55	2367.13	3067.87	5431.77	4119.52	2854.23	1972.04	2902.45
所得税	279.30	239.22	278.83	448.04	577.32	1102.12	587.92	577.27	367.28	609.24
所得税率	26.99%	42.20%	25.34%	18.93%	18.82%	20.29%	14.27%	20.22%	18.62%	20.99%
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
ROE	2.82%	1.23%	3.07%	6.96%	7.78%	13.15%	8.66%	6.21%	4.06%	5.85%
YOY (±)	-0.31%	-1.54%	0.25%	5.73%	4.71%	6.19%	0.88%	-6.94%	-4.60%	-0.36%
资产负债率	60.75%	60.73%	60.74%	55.85%	54.53%	53.06%	53.41%	55.20%	53.07%	50.38%
YOY (±)	-2.52%	-0.92%	-0.01%	-4.88%	-6.20%	-2.79%	-1.12%	2.14%	-0.34%	-4.82%

注：玖龙 18/19 财年为 2018.7.1 至 2019.6.30，图中 19H2 为自然年数据（2019.6.30-2019.12.31）

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

玖龙纸业	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
净利润(百万元)	732.7	312.0	809.7	1914.7	2469.0	4329.3	3518.8	2259.3	1600.4	2278.7
yoy	-6%	-54%	11%	514%	205%	126%	43%	-48%	-55%	1%
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
销量(万吨)	590	670	640	710	590	630	670	750	660	850
销量同比增减(万吨)	50	40	50	40	-50	-80	80	120	-10	100
吨净利(包括汇兑,元)	124	47	127	270	418	687	525	301	242	253
吨净利(不包括汇兑,元)	140	208	235	285	468	691	523	328	237	268

数据来源：公司公告，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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,395	24,447	31,208	28,837	营业收入	54647	54373	58964	63620
现金	8,186	10,464	12,542	13,532	营业成本	46208	46146	49634	53372
应收账款	3,984	6,574	5,711	6,293	经营活动的汇兑亏损	(83)	(100)	(100)	(99)
存货	7,609	4,211	9,501	5,294	销售费用	1564	1522	1651	1781
其他	3,616	3,198	3,454	3,718	管理费用	1705	1414	1533	1654
非流动资产	57,368	59,948	62,684	65,323	其他	703	703	703	703
长期股权投资	90	90	90	90	营业利润	5790	5894	6749	7416
固定资产净值	55,318	57,962	60,691	63,324	财务收入/(费用)净额	931	1271	1300	1453
商誉及无形资产	271	214	208	202	融资活动的汇兑收益	(92)	(79)	(66)	(53)
土地使用权	1,579	1,571	1,585	1,597	应占联营公司及共同控制实体损益	59	59	59	59
其他	200	200	200	200	应占联营公司损益	0	0	0	0
资产总计	80,764	84,394	93,892	94,160	除税前溢利	4826	4604	5443	5970
流动负债	22,948	25,713	34,423	33,768	所得税	945	901	1065	1168
短期借款	14,382	21,968	24,016	29,180	净利润(含少数股东权益)	3882	3703	4378	4802
应付账款	5,586	230	6,548	368	净利润(不含少数股东权益)	3860	3675	4351	4778
其他	2,980	3,515	3,860	4,220	少数股东损益	22	28	27	24
非流动负债	19,915	18,915	17,915	16,915	EBIT	5666	5796	6677	7370
长期借款	16,620	15,620	14,620	13,620					
其他	3,294	3,294	3,294	3,294	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	42,862	44,627	52,338	50,683	每股收益(元)	0.82	0.78	0.93	1.02
少数股东权益	310	324	361	362	每股净资产(元)	8.01	8.41	8.78	9.19
归属母公司股东权益	37,591	39,443	41,194	43,115	发行在外股份(百万股)	4692.22	4692.22	4692.22	4693.22
负债和股东权益	80,764	84,394	93,892	94,160	ROIC(%)	11.68%	10.71%	11.57%	11.68%
					ROE(%)	10.27%	9.32%	10.56%	11.08%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	15.44%	15.13%	15.82%	16.11%
经营活动现金流	8,637	3,250	9,889	6,112	销售净利率(%)	6.97%	6.67%	7.28%	7.41%
投资活动现金流	(5,845)	(4,824)	(5,326)	(5,336)	资产负债率(%)	53.07%	52.88%	55.74%	53.83%
筹资活动现金流	(3,684)	3,852	(2,485)	214	收入增长率(%)	3.53%	-0.50%	8.44%	7.90%
现金净增加额	(858)	2,277	2,078	990	净利润增长率(%)	-50.82%	-4.77%	18.37%	9.81%
折旧和摊销	2,383	2,488	2,597	2,703	P/E	9.47	9.94	8.40	7.65
资本开支	5,000	5,000	5,500	5,501	P/B	0.97	0.93	0.89	0.85
营运资本变动	3,126	(4,204)	1,635	(2,815)	EV/EBITDA	8.85	8.53	8.23	7.32

注：2020年2月24日港元兑人民币收盘价：0.9013

数据来源：贝格数据，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>

