

买入
包装纸龙头企业，规模优势与成本优势并显
玖龙纸业 (2689.HK)

2021-1-15 星期五

目标价:	15.27 港元
现价:	12.14 港元
预计升幅:	25.7%

重要数据

日期	2021-01-14
收盘价 (港元)	12.14
总股本 (亿股)	46.92
总市值 (亿港元)	570
净资产 (百万元)	40,796
总资产 (百万元)	79,320
52周高低 (港元)	12.30/9.64
每股净资产 (元)	8.6

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Best Result Holdings Limited (63.77%)
 张茵、刘明中 (2.59%)

相关报告

研究部

姓名: 汪伟杰
 SFC: BNQ701
 电话: 0755-21516067
 Email: wangwj@gyzq.com.hk

投资要点

► 玖龙纸业为全国最大包装纸企业:

玖龙纸业是亚洲最大的箱板原纸生产商,从事生产及销售多样化的包装纸板产品。2011-2020 财年营业收入的复合增速为 11%。毛利方面,2016-2020 财年分别为 58.6/79.8/115.9/85.2/90.3 亿元,复合增速为 9%。净利润方面 2016-2020 财年为 11.2/43.8/78.5/38.8/41.9 亿元,复合增速为 30.1%。

► 产能与市占率达到行业首位:

截止到 2020 财年玖龙纸业造纸总设计产能为 1674 万吨,造浆设计产能为 85 万吨,居于行业首位。玖龙纸业包装纸市场占有率达到 23%,未来随着中小厂商因为成本上涨和供给侧改革而逐步推出市场,市场占有率也会随之升高。

► 国内外布局纸厂浆厂,稳定获得高质量原材料:

2021 年进口废纸额归零,国废需求大幅上涨,同时国废和废纸浆等原材料价格因为外废逐渐趋零而渐渐走高,玖龙纸业早期在国内外布局纸浆厂,包括在天津中南和美国中南稳定采购废纸与浆,并且玖龙纸业在越南、美国、马来西亚分别收购纸厂浆厂,总共新增产能达到 227 万吨以上,因此获得稳定的高质量的原料来源,降低了原材料价格波动等影响。高质量的原材料让玖龙纸业从而拥有持续制造高端产品的能力,未来对提升毛利率大有助益。

► 成本支撑下,包装纸涨价持续:

国废和废纸浆等原材料价格因为外废逐渐趋零而渐渐走高,玖龙纸业在 2020 年底开始发布各个基地的提价函,我们认为在各个基地的提价的情况下,玖龙纸业作为龙头的规模优势较为明显,未来给公司带来毛利率上升的空间。

► 首次覆盖给予买入评级,目标价 15.27 港元:

玖龙纸业在包装纸业务上的龙头地位稳固,外废归零,布局国内外国废渠道,具有规模优势以及成本优势,营收增速及盈利能力可观,我们认为公司具有中长期稳定成长的实力。给予公司目标价 15.27 港元,对应 2021-2023 财年 PE 为 11.1/10.3/9.5 倍 PE,较现价有 25.7% 的涨幅空间,首次覆盖给予“买入”评级。

百万元(6/30)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业额	54,647	51,341	64,617	69,683	75,301
同比增长	3.5%	-6.0%	25.9%	8.3%	7.6%
净利润	3,879	4,169	5,527	5,782	6,188
同比增长	-50.6%	7.5%	32.6%	4.6%	7.0%
净利润率	7.1%	8.1%	8.6%	8.3%	8.2%
每股盈利 (元)	0.82	0.89	1.15	1.24	1.34
PE@12.14HKD	12.4	11.4	8.8	8.2	7.6

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

目录	2
1. 亚洲箱板原纸龙头生产商	5
1.1 公司简介	5
1.2 发展历程	6
1.3 股权结构	7
1.4 过往业绩	7
2. 行业分析	8
2.1 行业现状：造纸行业复苏，龙头企业带头	8
2.2 行业格局：规模企业逐渐减少，行业集中度提高	10
2.3 原材料价格上涨推动成本上升，龙头规模效应凸显	12
2.4 包装纸供需受贸易战影响下滑，后疫情时代消费量有望提升	14
3. 公司亮点	15
3.1 独占鳌头，政策驱动下龙头地位稳固	15
3.2 积极布局纸厂浆厂，掌握稳定高端原料来源	17
3.3 成本支撑下各基地提价，未来毛利率上升空间大	19
4. 财务分析	19
4.1 净利润率有望恢复	19
4.2 三项费用率在行业中处于较低水平	20
4.3 资产负债率逐年下降，负债扩张逐渐完毕	20
5. 盈利预测与估值分析	21
5.1 盈利预测	21
5.2 估值以及目标价	21
6. 风险提示	23

图目录

图 1: 玖龙纸业股权结构	7
图 2: 玖龙纸业营收 (百万元) 以及同比增速 (%)	8
图 3: 各品类销售收入占比 (2020 财年)	8
图 4: 公司毛利 (百万元) 以及同比增速 (%)	8
图 5: 公司毛利率情况	8
图 6: 纸与纸板产销量 (万吨)	9
图 7: 纸与纸板进出口量 (万吨)	9
图 8: 各产品产量 (百万吨)	9
图 9: 各产品消费量 (百万吨)	9
图 10: 各产品产量同比增速 (%)	10
图 11: 各产品消费量同比增速 (%)	10
图 12: 规模以上企业数 (家)	10
图 13: 规模以上盈利及亏损企业数目 (家)	10
图 14: 中国箱板纸、瓦楞纸、白卡纸集中度 CR4 (%)	11
图 15: 2019 年箱板纸/瓦楞纸市场占有率情况	11
图 16: 2018 年造纸原料占比 (%)	12
图 17: 废纸进口量 (万吨)	13
图 18: 月度废纸浆进口量 (万吨) 与同比增速%	13
图 19: 废纸回收量 (万吨) 与废纸回收率 (%)	13
图 20: 国际废纸回收水平对比	13
图 21: 包装纸 2015-2019 年供需情况 (百万吨)	15
图 22: 玖龙纸业总产能 (百万吨)	16
图 23: 玖龙纸业包装纸按销量市占率	16
图 24: 国庆平均价 (RMB) 与进口废纸平均单价 (RMB) 对比	16
图 25: 玖龙纸业废纸与浆的采购情况 (千元)	17
图 26: 玖龙纸业 19、20 财年周转天数比较 (天)	17
图 27: 玖龙纸业净利率 (%)	20
图 28: 可比公司净利率比较 (%)	20
图 29: 近十个财年三项费用率情况 (%)	20
图 30: 可比公司三项费用率情况 (%)	20

图 31: 玖龙纸业资产负债率情况-----	21
图 32: 玖龙纸业 PE BAND-----	22
图 33: 玖龙纸业 PB BAND-----	22

表目录

表 1: 玖龙纸业产品介绍	5
表 2: 玖龙纸业各个产能基地 (截止到 2020 年 6 月 30 日)	6
表 3: 公司发展历程	6
表 4: 外废 2019 年、2020 年配额情况	16
表 5: 龙头公司海外布局情况	18
表 6: 行业可比公司估值	22

1. 亚洲箱板原纸龙头生产商

1.1 公司简介

玖龙纸业作为亚洲最大的箱板原纸生产商，主要从事生产及销售多样化的包装纸板产品，包括卡纸(牛卡纸、环保牛卡纸及白面牛卡纸)、高强瓦楞芯纸及涂布灰底白板纸，以及生产及销售环保型文化用纸(包括双胶纸及复印纸等)和特种纸。集团的业务模式有助其成为一站式生产商，生产一系列优质的包装用纸产品。

➤ 1.1.1 主要产品

玖龙纸业的主要产品为卡纸(包括牛卡纸、环保牛卡纸、白面牛卡纸及涂布牛卡纸)、高强瓦楞原纸、涂布灰底白板纸及白卡纸。卡纸应用范围广泛，可以用来做纸袋，也可以连同瓦楞芯纸(高强瓦楞原纸)一起制作瓦楞纸板，做纸箱。

表 1: 玖龙纸业产品介绍

包装纸业务	产品	档次划分	产品图示	主要成分及用途
卡纸类	牛卡纸	玖龙、海龙		牛卡纸是一种以本色木浆及废纸制造的本色卡纸。
	环保牛卡纸	地龙牛卡纸、海龙再生纸、地龙再生纸		环保牛卡纸乃由 100% 废纸制造，切合若干客户低成本及更符合环保的要求。
	白面牛卡纸	玖龙、海龙		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	无		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	高强瓦楞芯纸	玖龙、海龙、地龙		与标准瓦楞芯纸比较，相同基重及已作表面处理的高强瓦楞芯纸能达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	玖龙、海龙、地龙		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，以致具备优越的印刷适性。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，例如：电子消费品、化妆品或其他消费商品的包装，亦可连同高强瓦楞芯纸及卡纸用作瓦楞纸板的外层。

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ 1.1.2 产能分布情况

玖龙纸业主要拥有东莞、太仓、天津、重庆、泉州、沈阳、河北、乐山八个生产基地。各个地区在采购、销售等方面相辅相成。截止到 2020 财年，八个生产基地的总产能为 1513 万吨。

表 2：玖龙纸业各个产能基地（截止到 2020 年 6 月 30 日）

地点	造纸设计产能	造浆设计产能
中国		
东莞	525 万吨	
太仓	303 万吨	
天津	215 万吨	
重庆	190 万吨	
泉州	100 万吨	
沈阳	95 万吨	
河北	50 万吨	
乐山	35 万吨	
越南	45 万吨	
马来西亚		48 万吨
美国	89 万吨	37.3 万吨

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

1.2 发展历程

玖龙纸业成立于 1995 年，从创立之初，公司就致力于成为全球环保型废纸造纸行业的领导者，是员工、客户、社会、股东都高度认可的优秀环保型废纸造纸企业。

表 3：公司发展历程

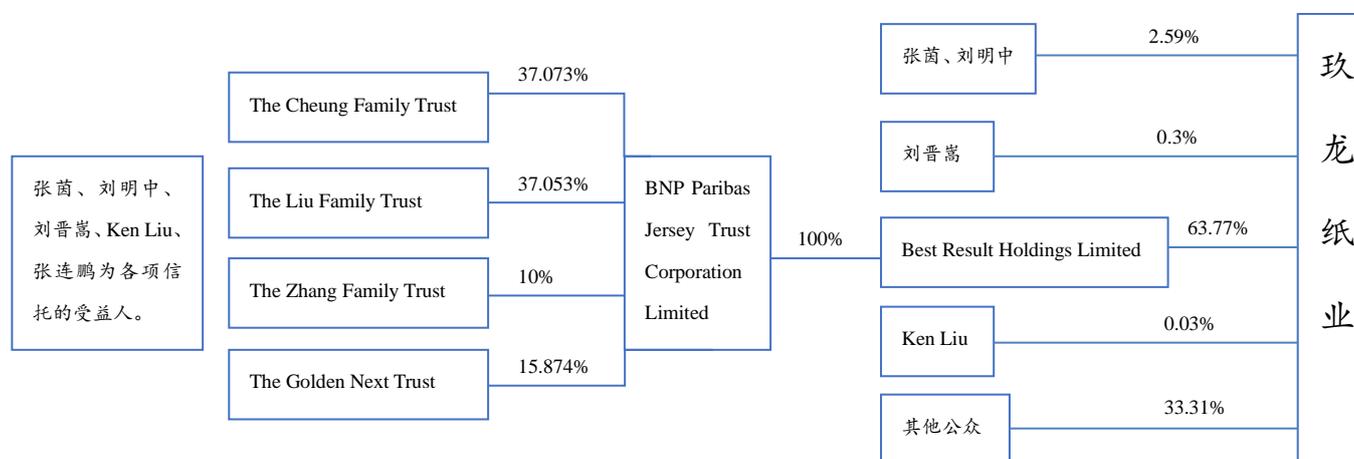
年份	事件
1995	玖龙纸业在香港注册成立。
1998	玖龙纸业一号纸机投产。
2002	太仓基地完成。
2006	2006 年 3 月 3 日，玖龙纸业在港交所上市，并被纳入香港恒生总和指数成分股。
2007-2014	天津乐山泉州沈阳生产基地陆续建设、投产。
2018	收购美国两家浆纸一体化工厂以及两家浆厂。
2019	收购马来西亚 1 家浆纸厂。

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.3 股权结构

股权结构方面，创始人张茵及其家族成员通过直接控股以及间接信托控股始终保持在 65% 以上比例，自公司上市以来，未出现过重大股东减持等股权异动情况。截止到 2020 年 6 月 30 号，公司的股权结构如下，其中，张茵女士为 The Cheung Family Trust 的创办人，刘明中先生为 The Liu Family Trust 的创办人，刘晋嵩先生以及 Ken Liu 先生分别为 The Cheung Family、The Liu Family 和 The Golden Next Trust 其中两个受益人，张连鹏先生为 The Zhang Family 和 The Golden Next Family 的受益人。

图 1：玖龙纸业股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

1.4 过往业绩

公司 2017 财年以及 2018 财年营收增速较快，分别为 22% 和 34.8%。之后因为贸易战等因素影响，2018 财年和 2019 财年营收增速分别为 3.5% 和 -6%。2020 财年的销售收入较 2019 财年减少约 6.0%，乃由于销量增加约 8.5% 及售价下跌约 13.4% 的净影响所致。营业收入为 513.41 亿元。2011-2020 年营业收入复合增速为 11%。

2020 财年，卡纸、高强瓦楞芯纸、涂布灰底白板纸及文化用纸的销售收入分别占总销售收入约 46.4%、21.7%、18.6% 及 11.3%，2019 财政年度则分别为 48.1%、21.1%、16.7% 及 11.9%。

图 2：玖龙纸业营收（百万元）以及同比增速（%）

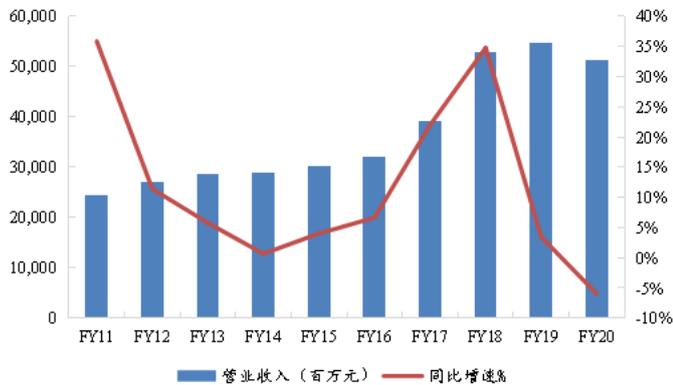
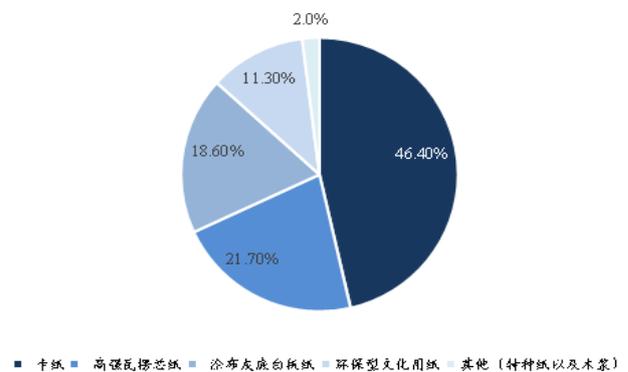


图 3：各品类销售收入占比（2020 财年）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

毛利方面，2016-2018 财年公司毛利水平表现强劲，分别为 58.61/79.76/115.85 亿元人民币，同比增速分别达到 24.3%/36.1%/45.2%。2019 财年受经济不景气影响，公司毛利水平应声下跌，下降至 85.15 亿元，同比增速为-26.5%。2020 财年以来毛利恢复增长，达到 90.27 亿元，同比增速为 6%。

毛利率方面，玖龙纸业近年来偶有波动，19 财年受经济整体影响，从 18 财年的 21.9% 降至 15.4%，2020 财年增加 2 个百分点至 17.6%。

图 4：公司毛利（百万元）以及同比增速（%）

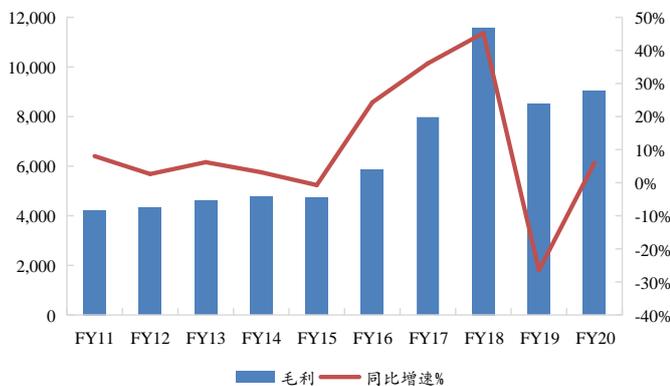
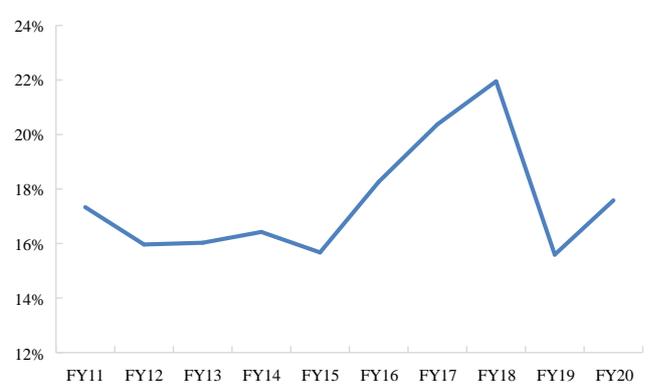


图 5：公司毛利率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2. 行业分析

2.1 行业现状：造纸行业复苏，龙头企业带头

2019 年纸和纸板的国内年产量为 10765 万吨，同比增长 3.16%；纸和纸板国内消费量为 10704 万吨，同比增加 2.54%；进口量方面，2019 年纸与纸板进口量达到 625 万吨，出口量达到 686 万吨。

图 6：纸与纸板产销量（万吨）

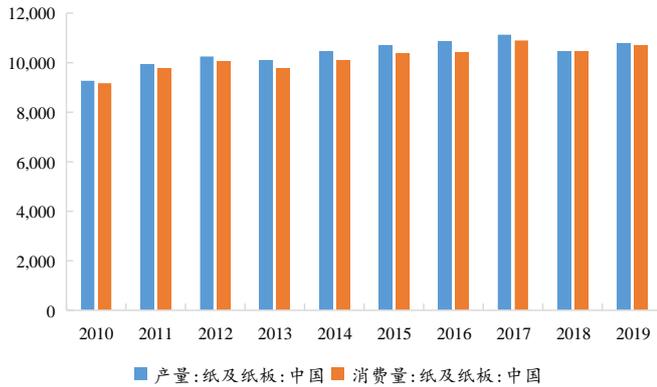
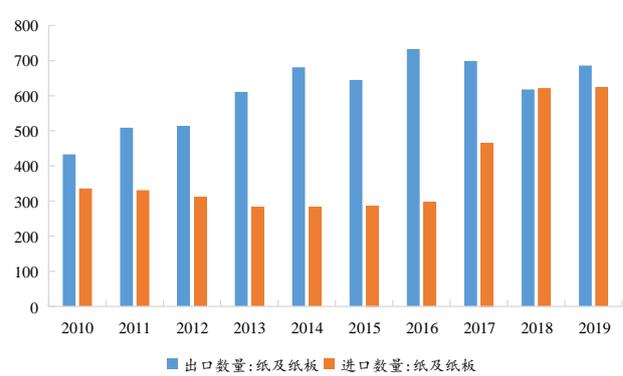


图 7：纸与纸板进出口量（万吨）



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 产量及消费量明显恢复

由于外废价格的提高使得成本增加，2018 年除生活用纸和特种纸外，其他纸类产量同比均有下降。总体来看：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）的年产量的占比均达到 50% 之上。

图 8：各产品产量（百万吨）

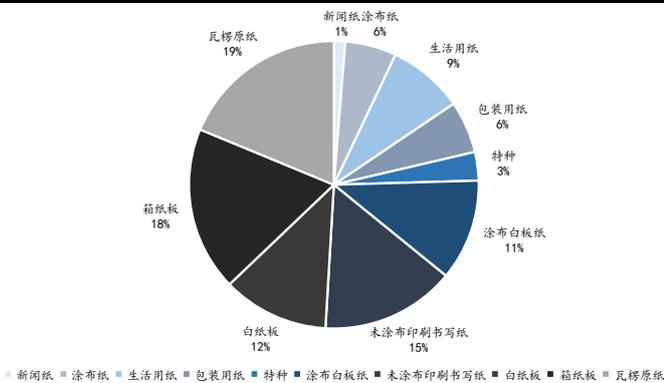


图 9：各产品消费量（百万吨）

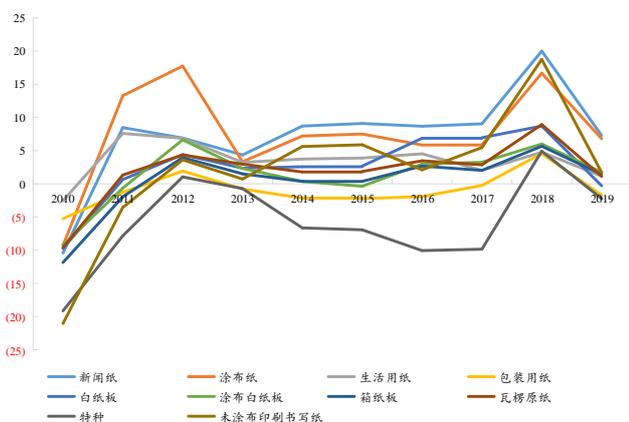


资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

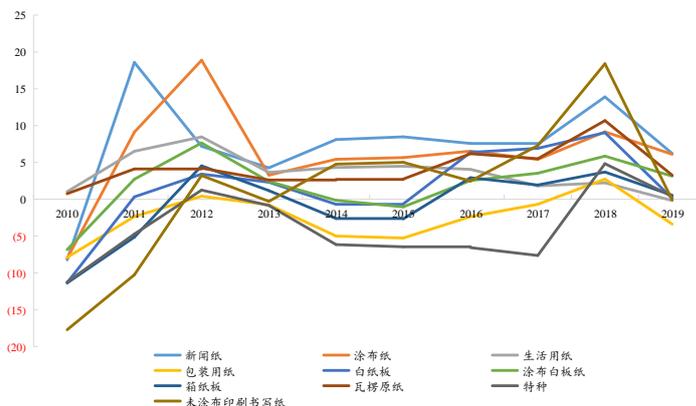
2019 年包装纸板中，白板纸产量为 1410 万吨，同比增长 5.6%，箱纸板产量为 2190 万吨，同比增长 2.1%，瓦楞纸产量为 2220 万吨，同比增长 5.5%，相比较 2018 年来看，有一定程度的复苏。2019 年新闻纸的产量占比为 1.39%，产量同比减少 21.05%，2019 年特种纸的产量占比为 3.53%，产量同比增加 18.8%。消费量方面，相比于前几年产量过剩的情况，2019 年已经趋于平衡，2019 年白板纸消费量为 1277 万吨，同比增长 4.8%，箱纸板消费量为 2403 万吨，同比增长 2.47%，瓦楞纸消费量为 2374 万吨，同比增长 7.28%。

图 10: 各产品产量同比增速 (%)



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

图 11: 各产品消费量同比增速 (%)



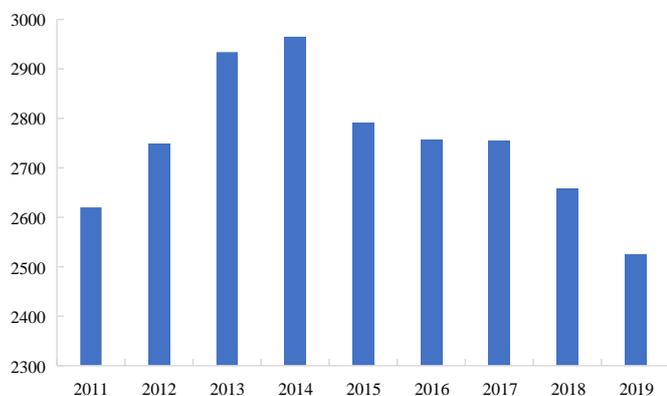
资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

2.2 行业格局: 规模企业逐渐减少, 行业集中度提高

➤ 规模企业减少, 行业整体经营情况下行

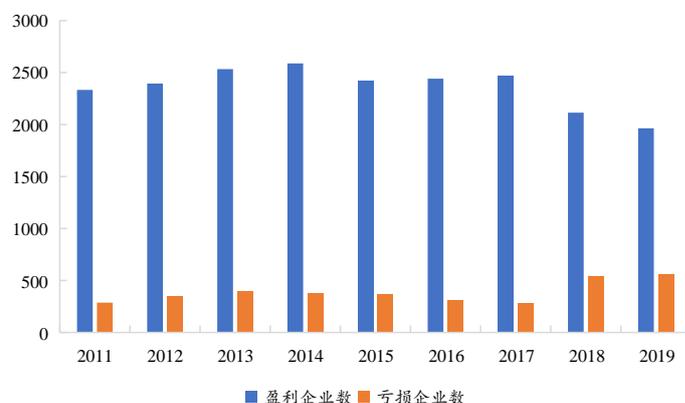
据统计, 2018 年规模以上造纸生产企业 2657 家, 在统计的 2657 家造纸生产企业中, 亏损企业有 543 家, 占 20.44%。2019 年规模以上造纸企业数量为 2524 家, 其中有 560 家企业为亏损状态, 占比 22.2%。

图 12: 规模以上企业数 (家)



资料来源: 中国造纸工业年度报告、国元证券经纪 (香港)

图 13: 规模以上盈利及亏损企业数 (家)



资料来源: 中国造纸工业年度报告、国元证券经纪 (香港)

➤ 行业集中度较低, 未来有望加快集中

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。中小企业只能获得较少配额甚至无配额, 使得成本提高, 从而逐渐退出市场。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》, 废纸政策趋严, 更多的造纸企业被淘汰出局。至 2019 年, 造纸行业中, 箱纸板 CR4 达到 46.36%, 瓦楞纸 CR4 为 22.04%, 白卡纸 CR4 为 47%。2021 年开始外废已经全部归

零，落后产能逐步退出市场，行业集中度会进一步提高。海外方面日本造纸行业的集中度 CR6 已经在 80% 以上。

图 14：中国箱板纸、瓦楞纸、白卡纸集中度 CR4 (%)

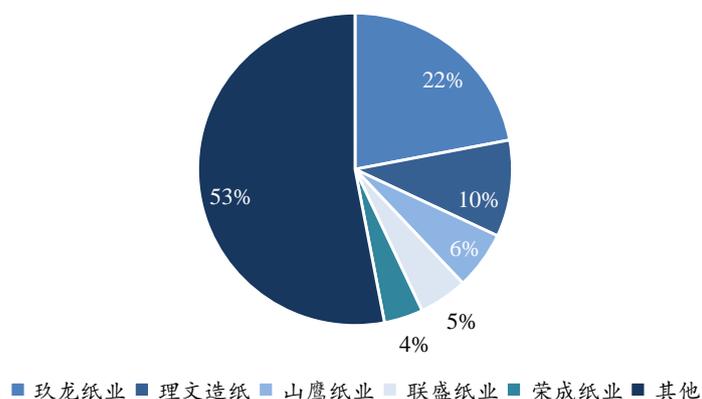


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 龙头企业市占率领先

在竞争格局方面，从箱板纸和瓦楞纸产销量口径看，玖龙纸业独占鳌头，2019 年玖龙纸业箱板纸以及瓦楞纸市占率为 22%，理文造纸占比 10%，山鹰纸业、联盛纸业、荣成纸业三家市占率分别为 6%、5%、4%。

图 15：2019 年箱板纸/瓦楞纸市场占有率情况



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

随着外废政策和环保政策不断收紧，一系列享受外废配额的龙头企业将大幅受益，其中玖龙纸业在行业中有绝对龙头地位，享受超过 30% 的外废配额，超过第二梯队企业的占比总和。

在废纸政策趋严和环保政策的双重紧逼下，企业生存门槛顺势提高，行业清退不达标的产能，大批不符合要求的小规模、高污染、高能耗的落后产能关停。

我们认为龙头企业会持续受益，进一步提高市场份额，未来会呈现一超多强局面。

2.3 原材料价格上涨推动成本上升，龙头规模效应凸显

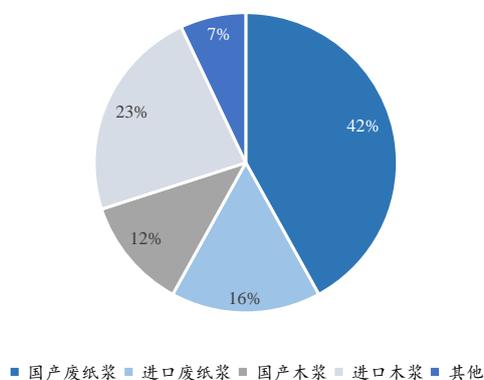
➤ 原材料分为国产废纸、进口废纸和废纸浆

在造纸原材料方面，我们重点讨论废纸浆、国废与外废。

中国造纸占比最多的原料为废纸浆，2018 年数据显示造纸原料占比约为 58%，其中国废占比 42%，外废占比 16%，木浆占比 35%，其他占比 7%左右。

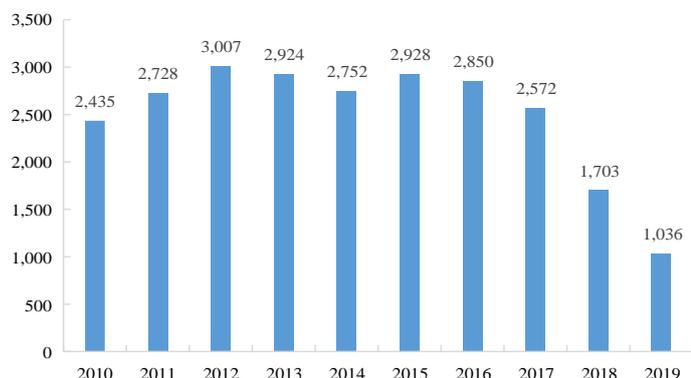
我国的废纸可分为国废和外废。2019 年，我国废纸总消耗量为 6280 万吨，其中国废消耗 5244 万吨，占比 84%，外废消耗 1036 万吨，占比 16%。而外废方面，受废纸进口政策调整影响，2017 年至今废纸进口总量呈逐年下滑趋势，2017-2019 年中国废纸进口量分别为 2572、1703、1036 万吨，同比分别下滑 10%、34%、39%。那么作为最优质的外废的替代品，废纸浆的进口量逐年增加，2018 以来，废纸浆进口量大幅增长，2019 年同比增速约达到 213%。2020 年 1-10 月份进口量已经达到 166.73 万吨，同比增长 159%。

图 16：2018 年造纸原料占比（%）



资料来源：中国造纸工业年度报告、国元证券经纪（香港）整理

图 17：废纸进口量（万吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 18：月度废纸浆进口量（万吨）与同比增速%

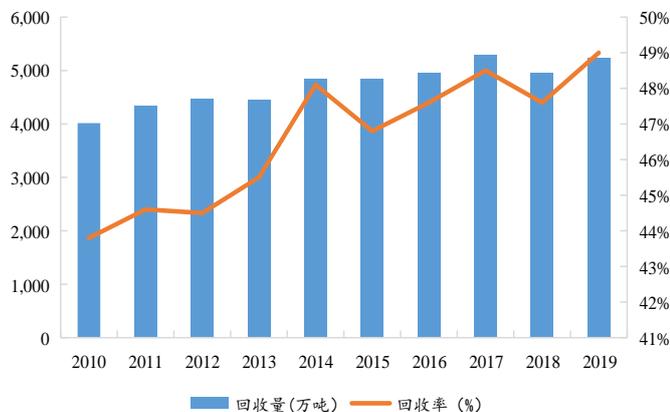


资料来源：中国造纸年鉴、国元证券经纪（香港）整理

➤ 废纸回收量仍有提升空间，为国废供应提供保证

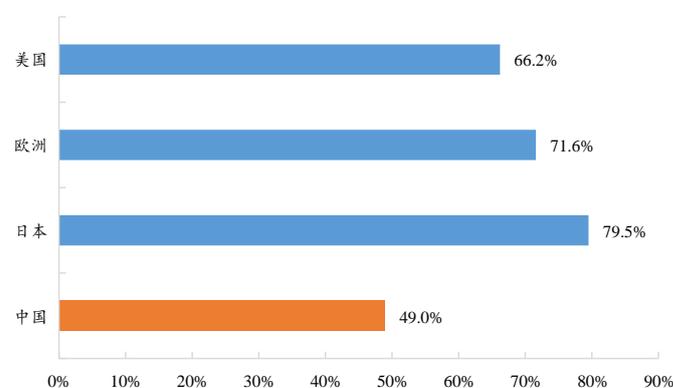
中国当前废纸的名义回收率不足 50%，相比发达国家以及地区存在较大差距，因此国废回收还是具备提升空间的。2018 年废纸的需求量下滑，国废的回收量下降了 4964 万吨，对应名义回收率 47.6%；2019 年中国废纸总回收量为 5244 万吨，对应回收率为 49%。而日本目前水平为 79.5%，欧洲为 71.6%，美国为 66.2%。

图 19：废纸回收量（万吨）与废纸回收率（%）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 20：国际废纸回收水平对比



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 2021 年之后外废将归零，国废价格提升

近些年外废逐渐下滑，主要受外废政策趋严的影响，分为以下几个方面：

2014 年开始，中国修改《进口废物管理目录》，废纸产品都被纳入限制进口类产品；2017 年中国国务院办公厅印发了《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》，进一步完善了对于固体废物的进口管理。2020 年 9 月，中国实施《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，该法指出，中国需逐步实现固体废物零

进口。

环保政策方面，包括 2015 年发布的新《环境保护法》，2017 年 8 月发布的《造纸工业污染防治技术政策》，2018 年 6 月《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》等。

受废纸进口政策调整影响，2017 年至今废纸进口总量呈逐年下滑趋势，2017-2019 年中国废纸进口量分别为 2572、1703、1036 万吨，同比分别下滑 10%、34%、39%。2021 年中国外废比例将归零。因此作为主要替代品的国废，价格会逐渐提升。

➤ 贸易战促使龙头企业在海外加快布局纸厂浆厂

2018 年 8 月我国对美废加征 25% 关税，之前从美国进口废纸的关税为 0。意味着进口废纸的关税额为关税完税价格的 25%。2021 年进口废纸已经全部归零，所以这一条目对供给端影响将会被消化。

2019 年 6 月我国对来自美国的木浆、废纸浆、成品纸加征关税，主要的征税对象情况为：（1）新闻纸，加征关税主要为 25%；（2）双胶纸，加征关税主要为 20% 和 25%；（3）铜版纸：加征关税主要为 5% 和 20%；（4）箱板瓦楞纸，加征关税主要为 25%；（5）牛皮纸，加征关税主要为 5% 和 20%。

我们认为此几项条目对于行业影响较为有限，主要原因是中国对于此几类品种的进口依存度不高，唯一依存度较高的是新闻纸，但新闻纸的总产量较低，2017-2019 年新闻纸的总产量为 235 万吨、190 万吨、150 万吨，进口依存度分别为 13.6%、20%、27.3%。其他依存度较低，如瓦楞纸，2017-2019 年总产量为 2335 万吨、2105 万吨、2220 万吨，进口依存度为 2.1%、5.3%、7.1%。

对废纸浆加征 20% 关税，随着我国废纸进口政策趋严，在海外将废纸制成废纸浆进口成为一种技术可能，随着对美国废纸浆加税，其他国家海外基地之作废纸浆的价值愈加凸显。因此对于废纸浆的进口，中国龙头企业将进一步通过在海外积极布局，从而应对贸易战所带来的影响。

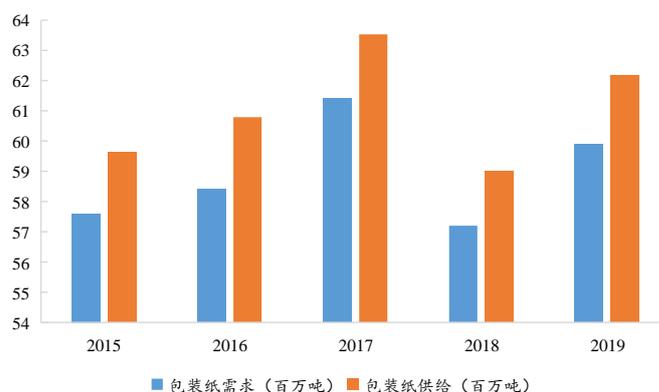
综上所述，因为外废归零，国废以及废纸浆的占比逐渐提升而导致价格上升，因此造纸行业的成本上升，龙头企业的规模效应会逐渐体现，如龙头企业在外废配额上的优势，在海外布局纸厂浆厂等等，龙头企业可以较为平稳地消化行业成本上升这一现象。

2.4 包装纸供需受贸易战影响下滑，后疫情时代消费量有望提升

2015-2019 年纸与纸板产量与消费量之差分别为 358 万吨、436 万吨、233 万吨、-4

万吨、61万吨。2015-2019年包装纸的供给量为59.63百万吨、60.79百万吨、63.53百万吨、59.01百万吨、62.17百万吨，2015-2019年包装纸的需求量为57.6百万吨、58.4百万吨、61.4百万吨、57.2百万吨、59.9百万吨，其中供给量为中国大陆包装纸产量和成品包装纸进口量，需求量为中国大陆地区包装纸消费量以及出口量。2018-2019年受贸易战影响，包装纸供需都有所下降。2020年受疫情影响，出口受阻，消费量依然有所下滑，导致供给端受挫；相信随着后疫情时代海外航运恢复以及疫苗的产生，供需两端都会明显恢复。

图 21：包装纸 2015-2019 年供需情况（百万吨）



资料来源：中国造纸协会、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司亮点

3.1 独占鳌头，政策驱动下龙头地位稳固

玖龙纸业在包装纸行业龙头地位不可撼动，截止到2020年6月30日，公司造纸与浆总设计产能为1732万吨（造纸1647万吨，再生浆85万吨）。其中卡纸约910万吨、高强瓦楞纸产能约为340万吨，涂布灰底白板纸产能约为260万吨，环保型文化用纸产能约为110万吨，其他约为110万吨。未来随着公司扩产，在相对偏远地区也会建厂，届时产能也会进一步地扩充。

从销量口径看，玖龙纸业的市场占有率也是一骑绝尘，按2020财年数据估算，玖龙纸业主要业务（包装纸）的市占率达到23.3%。

图 22：玖龙纸业总产能（百万吨）

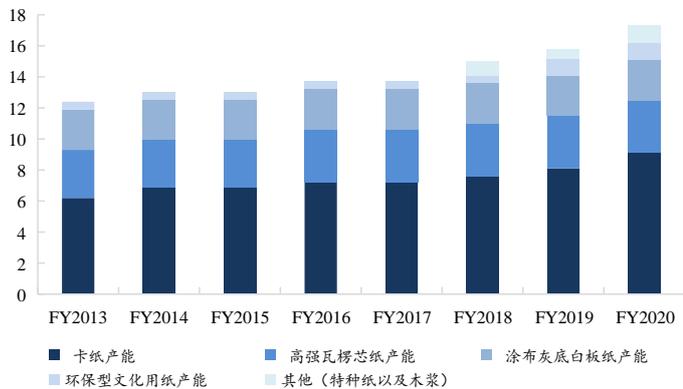


图 23：玖龙纸业包装纸按销量市占率



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

之前在限废令等政策地催动下，玖龙纸业享受外废大部分配额。

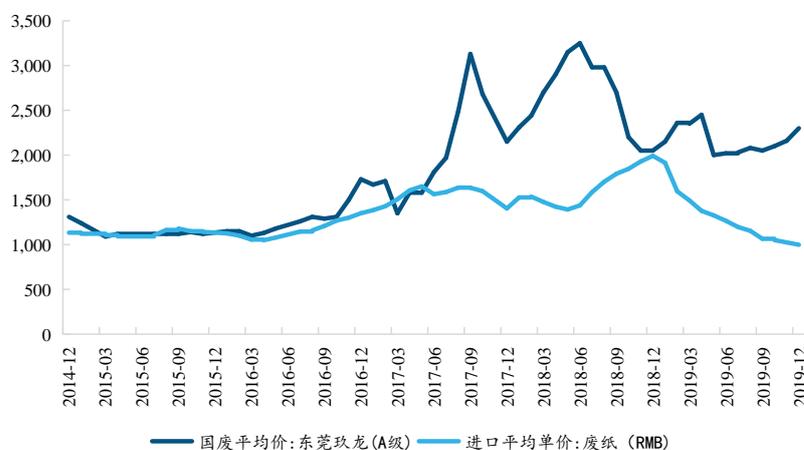
表 4：外废 2019 年、2020 年配额情况

2019 年	配额	占总配额	TOP3
玖龙纸业	354 万吨	32.3%	56.6%
理文造纸	152 万吨	13.9%	
山鹰纸业	114 万吨	10.4%	
2020 年（前 13 个批次）	配额	占总配额	TOP3
玖龙纸业	210	31.2%	59.1%
理文造纸	99	14.7%	
山鹰纸业	89	13.2%	

资料来源：中国固废化学品管理网、国元证券经纪（香港）整理

我们以玖龙纸业在东莞纸厂的固废平均价与进口废纸平均单价作比对，反应在外废在成本上的优势。

图 24：固废平均价（RMB）与进口废纸平均单价（RMB）对比



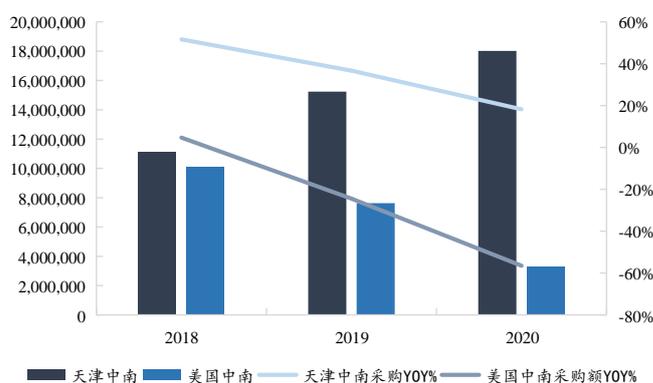
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）

在 2021 年之前，玖龙成本优势逐渐扩大，市场占有率逐步上升。2021 年开始外废全部归零，但是根据之前的成本优势，玖龙可以通过对外废的库存，在逐步转型国内废纸以及成本配比的进程中，有足够时间缓冲，对自身企业造成尽量小的冲击，使得企业在应对后疫情以及结构转变的情况中具有相当的成本优势，不仅可以扩大自身市场份额，对于企业的毛利率和利润率都有较大助益。

3.2 积极布局纸厂浆厂，掌握稳定高端原料来源

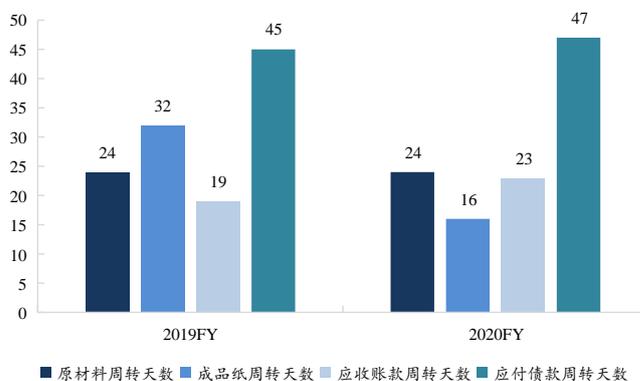
2015 年因为国废占比逐渐上升，公司开始布局国废渠道，至 2020 财年，按采购废纸与木浆金额计，天津中南采购额达到 180.02 亿元人民币，占比 84.38%，同比增长 18.2%。而美国中南采购额为 33.1 亿元人民币，占比 15.62%，同比下降 56.5%。通过早期的布局，玖龙纸业在零外废的影响下，依然可以稳定地快速地获得高质量原材料，另一方面，通过健康的现金流，玖龙纸业可以在很短时间内交付用于原材料厂商，账期较短，即使是规模较大的厂商，玖龙纸业也有优于行业的周转率，是整个企业的成本优势逐渐扩大，预期未来毛利率会有较大提升。

图 25：玖龙纸业废纸与浆的采购情况（千元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 26：玖龙纸业 19、20 财年周转天数比较（天）



资料来源：公司公告、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

玖龙纸业对于海外布局纸厂浆厂早有规划，包括以下项目：2017年8月，玖龙纸业在越南的35万吨包装纸项目建成投产，新增了35万吨造纸产能；2018年6月，玖龙纸业同时收购了美国的两个纸厂和浆厂；2018年8月玖龙纸业子公司受够了加拿大REP公司的位于美国的Faimont的浆厂，新增再生浆（废纸浆回收）产能21.8万吨等。2019年收购了马来西亚的一家纸浆厂，2020财年马来西亚纸厂的设计产能为48万吨。

海外布局的纸厂以及浆厂，在进口外废归零的背景下，玖龙纸业倚靠自身布局的海外纸厂与浆厂，降低了由于政策等因素对原材料的波动影响，有望实现自身原材料的供需平衡。

这样一来，小型造纸企业由于成本压力会逐渐退出市场，而玖龙纸业凭借长远的眼光以及自身实力发展的原材料优势会在市场占有率方面更进一个台阶。

表 5：龙头公司海外布局情况

时间	布局国家	具体方案	规模
玖龙纸业			
2017.8	越南	包装纸项目建成投产。	造纸 35 万吨
2018.6	美国	收购位于美国缅因州 Rumford 美国纸厂。	纸浆 52 万吨 造纸 55 万吨
2018.8	美国	子公司 NDPaperLLC 收购加拿大 RFP 公司位于美国 Fairmount 的浆厂。	再生浆 21.8 万吨
2018.10	美国	美国缅因州并购并改造了 16 万吨纸浆项目。	纸浆 16 万吨
2019	马来西亚	纸浆厂的收购	48 万吨
理文造纸			
2017.3	越南	造纸项目的投产	包装纸 40 万吨
2018.10	马来西亚	制浆造纸厂	包装纸 70 万吨 浆 50 万吨

山鷹纸业			
2017.7	瑞典	收购北欧纸业公司 Nordic Paper Holdings AB 100% 股权	浆纸 50 万吨产能
2018.6	荷兰	收购再生资源同收公司 WPT	废纸销售量 100 万吨
2018.8	美国	收购了美国 Verso 公司的肯塔基工厂，更名为凤凰纸业	36 万吨高端牛卡纸

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.3 成本支撑下各基地提价，未来毛利率上升空间大

如上文所说，国废和废纸浆等原材料价格因为外废逐渐趋零而渐渐走高，玖龙纸业在 2020 年底开始发布各个基地的提价函，包括：

东莞玖龙：2020 年 12 月 14 日，地龙牛卡、地龙再生箱板纸、江龙再生箱板纸，以及所有瓦楞纸价格上调 50 元/吨，其余不变。

天津玖龙：2020 年 12 月 21 日，海龙牛卡上涨 50 元/吨，地龙牛卡、再生箱板纸和瓦楞纸上涨 100 元/吨，涂布白面牛卡上涨 150 元/吨，灰底白板纸、玖龙牛卡、白面牛卡价格不变。

沈阳玖龙：2020 年 12 月 21 日，再生箱板纸上涨 50-100 元/吨，瓦楞纸上涨 50 元/吨。

太仓玖龙：2020 年 12 月 14 日地龙、再生箱板纸上涨 50 元/吨，瓦楞纸此前的优惠全部取消。

我们认为在成本的强支撑下，玖龙纸业各个基地纷纷提价，作为龙头的规模优势较为明显，未来给公司带来毛利率上升的空间。

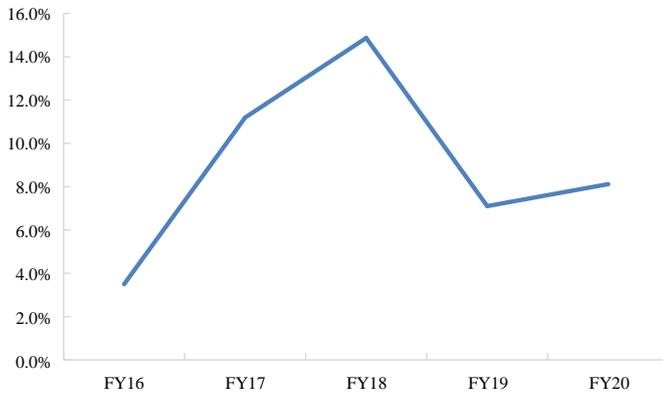
4. 财务分析

4.1 净利润率有望恢复

玖龙纸业 2016-2018 财年净利润率实现快速增长，分别为 3.5%/11.2%/14.9%，2019 年受贸易战影响，净利润率受挫，下降至 7.1%，2020 年开始恢复，达到 8.1%。对比可比公司，因为公司主营业务是利润率较低的包装纸业务，整体净利率不如理文纸业，但是对比同样是以包装纸为主的山鹰国际依然有优势。（对比公司重新编排

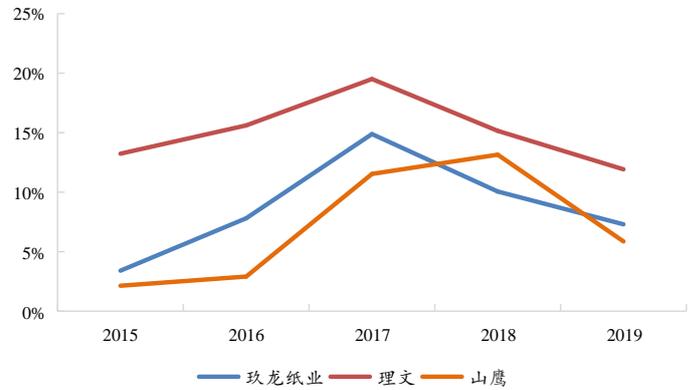
玖龙纸业数据，如：原 2019 财年为 2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30，对比时重新编排为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日）。

图 27：玖龙纸业净利率(%)



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 28：可比公司净利率比较(%)

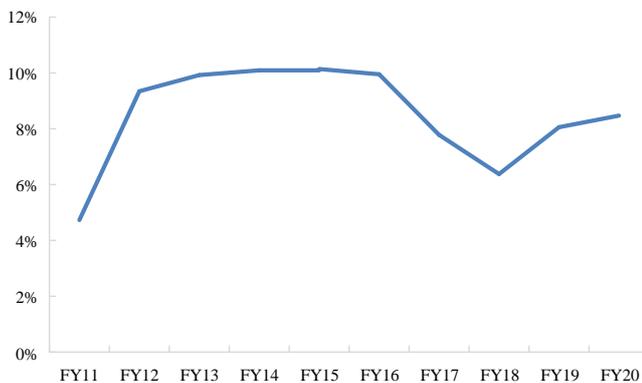


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4.2 三项费用率在行业中处于较低水平

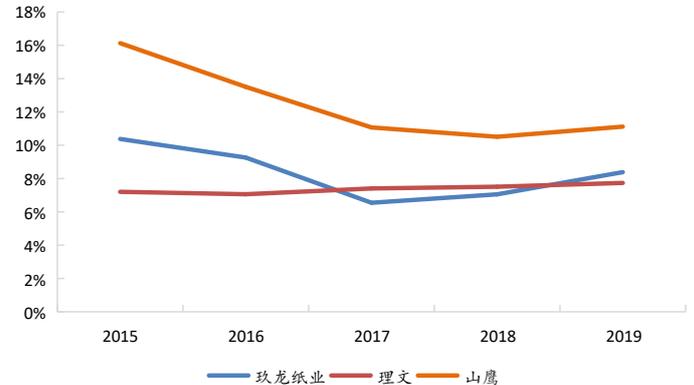
玖龙纸业在费用率控制方面表现较好，2020 财年玖龙纸业三项费用率为 8.47%，近五个财年没有超过 10%。对比可比公司，处于较低位置。2018-2020 财年分别为 6.8%/8.06%/8.47%。

图 29：近十个财年三项费用率情况 (%)



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 30：可比公司三项费用率情况 (%)

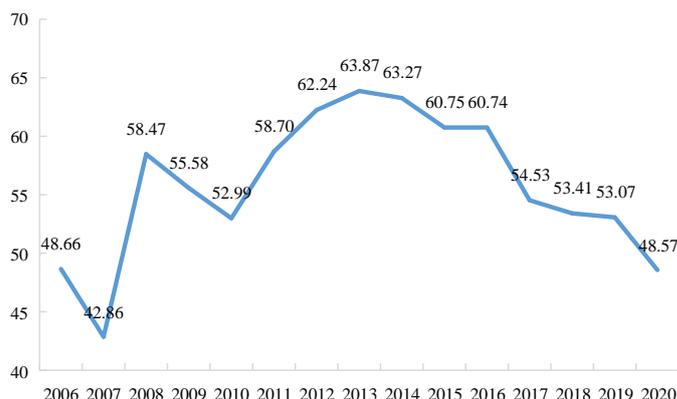


资料来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4.3 资产负债率逐年下降，负债扩张逐渐完毕

2006 年-2013 年，公司为了扩建产能多次进行债券融资，导致资产负债率上升，2013 年达到最高水平 63.8%。2015 年，公司产能布局已经基本结束，资产负债率从 2016 年开始逐年下降，现在处于行业降低水平，2020 财年为 48.57%。预期未来资产负债率会稳定在 50% 左右，对于公司扩产、归还贷款、增加派息三个方面较有益处。

图 31：玖龙纸业资产负债率情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

- **收入端：**因疫情逐渐控制，出口恢复，未来包装纸需求有望提升。随着行业需求提升，龙头市场份额提升，未来业绩有望稳定增长。预计 2021-2023 财年公司包装纸收入为 562.16/610.25/658.89 亿元，占比总收入约 87%/87.2%/87.5%，总营业收入预测为 646.16/699.83/753.01 亿元。
- **盈利端：**公司具有规模优势以及成本优势，考虑到 21 财年开始外废归零，所以原材料成本顺势上升，因此公司根据成本加成提价。另一方面，玖龙纸业作为行业龙头，在海外布局纸浆厂已久，具有稳定获得高质量原材料的能力，从而制造高端产品，以提升毛利率。预计 2021-2023 财年公司毛利率为 18.4%/18.5%/18.6%。
- **费用端：**因为在海外建厂，收购费用以及人工费用的增加导致管理费用上升，预期未来也有这个趋势，其他两项费用率不会有太大改动。我们预计 2021-2023 财年销售费用率为 3.1%/3.1%/3.1%，2021-2023 财年管理费用率为 3.8%/3.85%/3.9%，财务费用率为 1.75%/1.76%/1.76%。
- **综上所述，我们预测公司 2021-2023 财年净利润为 54.06/58.30/62.70 亿元，对应 EPS 为 1.15/1.24/1.34 元。**

5.2 估值以及目标价

玖龙纸业在包装纸业务上的龙头地位稳固，加之外废归零，早期布局国内外国废渠道，具有规模优势以及成本优势，营收增速可观，我们认为公司具有中长期稳

定成长的实力。目前估值相较同行处于偏低位置，目标价 15.27 港元，基于之前预测的 EPS，对应 2021-2023 财年年 PE 为 11.1/10.3/9.5 倍 PE，较现价有 25.7% 涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 行业可比公司估值

公司	代码	货币	收盘价	市值	EPS (元)			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
玖龙纸业	2689.HK	HKD	12.14	570 亿港元	0.89	1.15	1.24	11.4	8.8	8.2
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
理文造纸	2314.HK	HKD	6.42	279 亿港元	0.74	0.63	0.67	8.7	10.2	9.6
山鹰国际	600567.SH	CNY	3.23	148 亿元	0.30	0.33	0.42	10.8	9.8	7.7
太阳纸业	002078.SZ	CNY	17.06	448 亿元	0.84	0.77	1.07	20.3	22.2	16.4

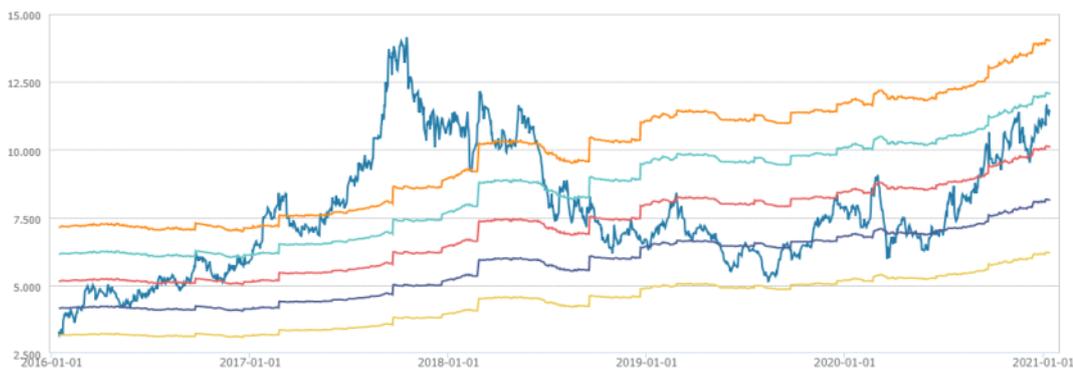
资料来源: Bloomberg、Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

图 32: 玖龙纸业 PE Band



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

图 33: 玖龙纸业 PB Band



资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

6. 风险提示

原材料价格大幅上涨，而纸价上涨幅度不及原材料价格上涨幅度。

汇率大幅波动。

品牌遭受恶意中伤。

行业竞争加剧。

财务报表摘要

单位：百万元，财政年度截止6月3日

利润表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	54,609	51,341	64,617	69,983	75,301
营业成本	46,094	42,314	52,727	57,036	61,295
毛利	8,515	9,027	11,890	12,947	14,006
销售费用	1,605	1,585	2,003	2,183	2,349
管理费用	1,723	1,881	2,455	2,694	2,937
财务费用	1,071	884	1,131	1,232	1,325
费用总和	4,400	4,349	5,589	6,110	6,611
税前利润	4,858	5,296	6,921	7,458	8,016
所得税	957	1,066	1,453	1,566	1,683
净利润	3,879	4,169	5,406	5,830	6,271

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,395	18,420	28,117	30,152	32,586
存货	7,609	5,246	8,788	9,506	10,216
应收账款及应收票据	3,984	4,597	6,462	6,998	7,530
其他应收款及预付款	3,349	2,810	4,039	4,374	4,706
货币资金	8,186	5,560	8,587	9,033	9,892
非流动资产	57,368	60,899	54,532	66,563	70,676
物业厂房及设备	55,318	58,533	52,099	64,062	68,091
租赁土地及土地使用权	1,579	1,664	1,715	1,779	1,854
无形资产	21	232	232	232	232
递延所得税资产	90	52	52	52	52
资产总计	80,764	79,320	82,649	96,715	103,262
流动负债	22,948	16,489	15,857	16,515	17,176
应付账款及票据	5,586	5,473	4,971	5,383	5,792
应交税金	470	587	587	587	587
短期借款	14,382	7,926	8,164	8,409	8,661
其他流动负债	2,510	2,123	2,123	2,123	2,123
非流动负债	19,915	22,034	22,952	23,916	24,928
长期借款	16,620	18,361	19,279	20,243	21,255
非流动递延所得税负债	3,188	3,555	3,555	3,555	3,555
其他	107	118	118	118	118
负债合计	42,862	38,523	38,809	40,431	42,105
股东权益合计	37,902	40,796	43,839	56,284	61,157

主要财务比率	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性 (%)					
营业收入增长率	3.5%	-6.0%	25.9%	8.3%	7.6%
经营利润增长率	-44.2%	4.1%	30.8%	8.0%	7.6%
净利润增长率	-50.6%	7.5%	29.7%	7.9%	7.6%
盈利能力 (%)					
毛利率	15.6%	17.6%	18.4%	18.5%	18.6%
净利率	7.1%	8.1%	8.4%	8.3%	8.3%
ROE	10.2%	10.2%	12.3%	10.4%	10.3%
偿债能力 (%)					
资产负债率	53.1%	48.6%	47.0%	41.8%	40.8%
流动比率	1.02	1.12	1.77	1.83	1.90
速动比率	0.69	0.80	1.22	1.25	1.30
营运能力					
资产周转率	0.68	0.84	0.78	0.72	0.73
应收账款周转率	7.94	8.45	9.60	9.63	8.92

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,858	5,296	6,921	7,458	8,016
折旧和摊销	2,199	2,377	2,337	2,804	3,024
财务费用	1,071	884	1,131	1,232	1,325
所得税	957	1,066	1,453	1,566	1,683
经营活动产生现金流量	8,637	8,949	12,464	10,018	10,568
投资活动产生现金流量	5,845	4,507	5,386	5,401	5,411
融资活动产生现金流量	3,684	7,223	4,050	4,171	4,298
现金净变动	-892	-2,781	3,027	446	859
现金的期初余额	9,045	8,339	5,560	8,587	9,033
现金的期末余额	8,186	5,560	8,587	9,033	9,892

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）整理控股有限公司（以下统称“国元证券经纪（香港）整理”）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，但国元证券经纪（香港）整理及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）整理及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）整理可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）整理的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）整理的销售人员、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。国元证券经纪（香港）整理没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元证券经纪（香港）整理的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）整理可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）整理及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）整理所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>