投資建議：

買進 (維持評等)

目標價隱含漲/跌幅： 28.8%

日期 2020/10/15

收盤價	HK$9.47
十二個月目標價	HK$12.2
前次目標價	HK$9.90
香港恆生指數	24,158.5

資訊更新：

- 我們對玖龍紙業（NDP）最新業務發展進行了通路調查。
- 近期產品價格上漲至少對玖龍紙業 2021 財年盈利有利。

本中心觀點：

- 我們將 2021/22 財年每股收益預估值上修 4%/5%，以反映銷售和利潤率假設變化。
- 評級調升至買進，玖龍紙業 2020-23 財年每股收益複合年增長率為 18.7%，2021 財年市盈率估值為 7.1 倍。

公司簡介：東莞玖龍紙業有限公司生產多種的硬紙板產品.公司主要生產掛面紙版,其中包含了牛卡掛面 紙版,環保牛卡紙和白麵牛卡紙.

股價相對香港恆生指數表現

市值	RMB40,107.5 百萬
六個月平均日成交值	RMB49.7 百萬元
流通在外股數(百萬股)	4,692.2
自由流通股數比例	33.4%
大股東；持股比率	張氏家族, 66.6%
淨負債比率 (2020A)	50.0%
每股淨值 (2020A)	RMB8.68
股價淨值比 (2020A)	0.95 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 06 月	2020A	2021F	2022F	2023F
營業收入	51,341	58,725	63,013	67,450
營業利益	6,061	7,554	8,530	9,387
稅後純益 *	4,168	5,431	6,225	6,970
每股盈餘(元)	0.89	1.16	1.33	1.49
每股盈餘年增率 (%)	7.7	30.3	14.6	12.0
本益比 (倍)	9.24	7.09	6.19	5.52
股東權益報酬率 (%)	10.5	12.4	12.5	12.4
殖利率(%)	3.9	4.9	5.7	6.3
每股股利(元)	0.32	0.41	0.46	0.52

* 歸屬股東稅後純益

玖龍紙業(控股)有限公司 (2689 HK)

在盈利上升周期

評級調升至買進：本中心預計玖龍紙業 2021 財年每股收益將同比增長 30.3%，係由於銷量增加和產品價格上漲。玖龍紙業目前股價相當於 7.1 倍 2021 財年預估市盈率，低於過去 10 年市盈率平均水準（7.6 倍）。因此，鑒於玖龍紙業 2020-23 財年預估每股收益複合年增長率達 18.7%，本中心認為其目前估值具有吸引力。

產品漲價是利好的。根據市場資料，玖龍紙業紙板、塗層雙面板和瓦楞原紙產品價格自今年 7 月初分別同比上漲 10%、7%和 11%。這三種產品銷售額占玖龍紙業 2020 財年銷售總額的 87%。玖龍紙業擁有廣泛的國內再生紙收集網路和紙漿供應，將不會受到中國政府 2021 年禁止進口再生紙的重大影響。

由於經濟逐步復甦以及產能新增，銷量可能會繼續增長：考慮到 2021 財年上半年共有 110 萬噸/年產能（占 2020 財年產能的 7%）的紙板投入商業生產，我們假設紙板 2021 財年銷量將同比增長 8%至 1650 萬噸/年產能（而非之前預測的 1500 萬噸/年）。

收益調整以反映銷售和利潤率假設變化：我們將 2021/22 財年每股收益預測上調 4%/5%。因此，本中心將目標價從先前的 9.90 港元上修至 12.20 港元。調整後目標價係依據現金流量折現評價法（加權平均資本成本 10.2%）和本中心市盈率估值（9.6 倍，過去 10 年平均市盈率加 1 個標準差），取其平均推得。根據調整後的目標價，玖龍紙業股價相當於 9.2 倍/8.0 倍 2021/22 財年預估市盈率。

朱 家傑 CFA
peter.kk.chu@yuanta.com

Bloomberg code: YUTA

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。
元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。本報告為摘要版；請聯繫本中心取得完整英文版。

資產負債表

年初至 06 月 (RMB 百萬元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
現金與短期投資	8,369	5,691	3,334	7,501	11,894
存貨	7,609	5,246	7,383	7,890	8,410
應收帳款及票據	3,984	4,597	5,309	5,697	6,098
其他流動資產	3,433	2,887	3,202	3,512	3,853
流動資產	**23,395**	**18,420**	**19,228**	**24,600**	**30,256**
長期投資	200	415	415	415	415
固定資產	55,318	58,533	63,133	64,633	66,633
什項資產	1,850	1,952	1,952	1,952	1,952
其他資產	**57,368**	**60,899**	**65,499**	**66,999**	**68,999**
資產總額	**80,764**	**79,320**	**84,727**	**91,599**	**99,255**
應付帳款及票據	5,586	5,473	5,273	5,635	6,007
短期借款	14,382	7,926	7,926	7,926	7,926
什項負債	2,980	2,710	2,922	3,156	3,412
流動負債	**22,948**	**16,109**	**16,122**	**16,717**	**17,346**
長期借款	16,620	18,361	18,361	18,361	18,361
其他負債及準備	3,294	3,673	3,673	3,673	3,673
長期負債	**19,915**	**22,034**	**22,034**	**22,034**	**22,034**
負債總額	**42,862**	**38,143**	**38,156**	**38,752**	**39,380**
股本	481	481	481	481	481
資本公積	9,168	8,994	8,994	8,994	8,994
保留盈餘	27,943	31,276	36,751	43,026	50,052
換算調整數	0	0	0	0	0
股東權益	**37,591**	**40,751**	**46,225**	**52,501**	**59,527**

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

現金流量表

年初至 06 月 (RMB 百萬元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
本期純益	3,860	4,168	5,431	6,225	6,970
折舊及攤提	2,172	2,325	2,535	2,788	3,067
本期營運資金變動	2,687	(1,112)	(700)	208	228
其他營業資產	(63)	918	922	943	907
營運活動之現金流量	**8,656**	**6,299**	**8,187**	**10,164**	**11,171**
資本支出	**(5,815)**	**(5,500)**	**(7,000)**	**(5,000)**	**(2,000)**
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(30)	0	0	0	0
投資活動之現金流量	**(5,845)**	**(5,500)**	**(7,000)**	**(5,000)**	**(2,000)**
股本變動	80	0	0	0	0
本期負債變動	(1,738)	0	0	0	0
其他調整數	(2,026)	(3,466)	(3,590)	(1,047)	(4,834)
融資活動之現金流量	**(3,684)**	**(3,466)**	**(3,590)**	**(1,047)**	**(4,834)**
本期產生現金流量	**(873)**	**(2,667)**	**(2,402)**	**4,117**	**4,337**
自由現金流量	**2,811**	**799**	**1,187**	**5,164**	**9,171**

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

損益表

年初至 06 月 (RMB 百萬元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
營業收入	**54,647**	**51,341**	**58,725**	**63,013**	**67,450**
銷貨成本	(46,208)	(42,314)	(48,120)	(51,424)	(54,818)
營業毛利	**8,439**	**9,027**	**10,606**	**11,589**	**12,633**
營業費用	(3,269)	(3,465)	(3,582)	(3,655)	(3,912)
營業利益	**5,790**	**6,061**	**7,554**	**8,530**	**9,387**
利息收入	135	126	72	81	145
利息費用	(1,067)	(884)	(789)	(789)	(789)
利息收入淨額	(931)	(758)	(716)	(707)	(643)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(32)	(8)	6	22	39
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	4,826	5,296	6,843	7,844	8,783
所得稅費用	(945)	(1,066)	(1,369)	(1,569)	(1,757)
稅後純益*	3,860	4,168	5,431	6,225	6,970
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,962	8,387	10,088	11,318	12,454
每股盈餘 (RMB)	0.82	0.89	1.16	1.33	1.49
每股盈餘 – 調整員工分紅 (RMB)	0.82	0.89	1.16	1.33	1.49

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

**歸屬於股東淨利潤*

主要財務報表分析

年初至 06 月	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
年成長率 (%)					
營業收入	3.5	(6.1)	14.4	7.3	7.0
營業利益	(44.5)	4.7	24.6	12.9	10.1
稅前息前折舊攤銷前淨	(36.2)	5.3	20.3	12.2	10.0
稅後純益	(50.8)	8.0	30.3	14.6	12.0
每股盈餘	(50.89)	7.74	30.28	14.62	11.97
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	15.4	17.6	18.1	18.4	18.7
營業利益率	10.6	11.8	12.9	13.5	13.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.6	16.3	17.2	18.0	18.5
稅後純益率	7.1	8.1	9.2	9.9	10.3
資產報酬率	4.9	5.3	6.7	7.1	7.4
股東權益報酬率	10.4	10.5	12.4	12.5	12.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	81.8	63.8	56.4	49.7	43.9
淨現金(負債)權益比(%)	(59.7)	(50.0)	(49.3)	(35.5)	(24.0)
利息保障倍數 (倍)	5.5	7.0	9.7	10.9	12.1
利息及短期債	0.4	0.7	0.9	1.0	1.1
現金流量對利息保障倍數 (倍)	8.1	7.1	10.4	12.9	14.2
現金流量對利息及短期債保障倍數(倍)	0.6	0.7	0.9	1.2	1.3
流動比率 (倍)	1.0	1.1	1.2	1.5	1.7
速動比率 (倍)	0.7	0.8	0.7	1.0	1.3
淨負債 (RMB 百萬元)	22,633	20,597	22,954	18,787	14,394
每股淨值 (RMB)	8.01	8.68	9.85	11.19	12.69
評價指標 (倍)					
本益比	10.0	9.2	7.1	6.2	5.5
股價自由現金流量比	13.7	48.2	32.4	7.5	4.2
股價淨值比	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	4.8	4.6	3.8	3.4	3.1
股價營收比	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

玖龍紙業(控股)有限公司 (2689 HK) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢

#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2017/12/18	13.04	21.20	21.20	買進	朱 家傑
2	2018/03/01	14.12	22.80	22.80	買進	朱 家傑
3	2018/09/19	9.50	10.80	10.80	持有-超越大盤	朱 家傑
4	2019/01/28	7.83	8.60	8.60	持有-超越大盤	朱 家傑
5	2019/03/04	8.18	9.80	9.80	持有-超越大盤	朱 家傑
6	2019/08/08	5.86	5.00	5.00	賣出	朱 家傑
7	2019/09/26	6.34	4.90	4.90	賣出	朱 家傑
8	2020/02/25	8.93	9.90	9.90	持有-超越大盤	朱 家傑
9	2020/10/15	9.47	12.20	12.20	買進	朱 家傑

資料來源：Bloomberg，元大證券(香港)
註：A =依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價； C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有–超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有–落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2020 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 號
海富中心 1 座 23 樓