玖龙纸业（02689）

盈利维持高位，看好长期成长

增持（维持）

2018 年 09 月 19 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	60854.43	69146.54	71290.11
同比（%）	34.80%	15.29%	13.63%	3.10%
归母净利润（百万元）	7848.07	8533.20	9798.14	10230.91
同比（%）	79.03%	8.73%	14.82%	4.42%
每股收益（元/股）	1.68	1.83	2.10	2.19
P/E（倍）	4.95	4.55	3.96	3.79

投资要点

- **玖龙纸业公布 17/18 财年业绩：**期内实现营收 527.82 亿（+34.8%），归母净利 78.48 亿（+79.0%），剔除汇兑亏损 921.2 万后归母净利 78.57 亿（较去年剔除汇兑净利润+64%）；其中 18H1 实现营收 271.32 亿（+35.5%），归母净利 35.19 亿（+42.5%），业绩符合预期。期内公司销量较同期基本持平，为 1300 万吨，剔除汇兑吨净利约 604 元（+64%）；其中 18H1 销量 670 万吨(+13.6%)，剔除汇兑吨净利约 523 元(+11.8%)。

- **成本红利收窄，看好长期比较优势。**成本端，内外废价差持续扩大（当前在 1200-1300 元/吨），公司凭借较高的废纸进口配额份额（18 年前 19 批外废配额中公司累计获进口配额 507.33 万吨，占比 34.55%，17 年为 27.17%）持续获得较高的成本红利。公司国废采购金额占比由去年同期的 38%提升至 66%，我们测算期内公司外废:国废使用比率约在 4:6 左右，与去年同期 6:4 相比外废使用比例有所下滑，预计系受到 18H1 外废进口清零官宣叠加中美贸易战征税影响。对应毛利率来看，18H1 环比 17H2 下滑 5pct 至 19.52%。**长期看好公司凭借资金实力进行海外布局增强原料获取的可持续性。**

- **海外布局纸浆，产业链向上延伸。**报告期内，公司以 1.75 亿美元收购加拿大 Catalyst 公司在美两家制浆造纸工厂：缅因州的 Rumford（3 条涂布及铜版纸产线，合计产能 55 万吨；2 条木浆产线及 1 条浆板产线，合计产能 52 万吨），以及威斯康辛州的 Biron（2 条涂布机械浆纸产线，合计产能 34 万吨）。两条产线 18Q1 税后利润达 589.7 万美元。公司于 18 年 8 月收购美国 Fairmont 再生纸浆厂，年产能 22-25 万吨。通过收购公司实现业务向上游纸浆整合，同时解决优质原料供给问题，产业协同效应进一步提升。

- **新增产能奠基增长。**越南基地的 35 万吨卡纸产能已于 17 年 8 月投产，设计产能合计达到近 1500 万吨（其中收购两家在美纸厂新增 89 万吨）。此外重庆 55 万吨项目将于 18Q4 投产，泉州 35 万吨、河北 50 万吨、沈阳 60 万吨项目将于 19Q2 投产，东莞 60 万吨项目将于 19Q3 投产，完成后公司规划产能将达到近 1760 万吨，持续巩固龙头地位。

- **期间费率下降，汇兑亏损缩窄。**报告期内，公司毛利率 21.95%，较同期增 1.58pct。期内公司三费率合计 6.18%(-1.33pct)。其中财务费用 10.24 亿，较同期小幅减少 3.9%。期内公司经营及融资活动汇兑亏损 921 万元，同比大幅减亏 3.9 亿。综合来看公司归母净利率 14.56%。较同期增长 3.4pct。

- **资产负债率修复，经营性现金流向好。**期内公司经营活动产生现金流净额 84.00 亿元，较同期 35.13 亿元增加 139.11%。资产负债率同比下降 1.12pct 至 53.41%，偿债压力减轻。期末公司存货 66.91 亿元，较期初 46.79 亿增加 43%；期末公司物业、厂房及设备 511.21 亿元，较期初增长 10.14%。

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	9.50
一年最低/最高价	8.06/16.85
市净率(倍)	1.08
港股流通市值(百万港元)	44405.09

基础数据

每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	53.41
总股本(百万股)	4674.22
流通股本(百万股)	4674.22

相关研究

1、《【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
2、《玖龙纸业：业绩预告盈利超预期，下半年旺季弹性可期》2017-08-16
3、《玖龙纸业(2689.HK)：包装纸复苏超预期，上调盈利预测》2017-07-04

- **龙头地位牢固，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、废纸进口政策趋严吨盈利维持高位，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，尽管内外废价差带来的成本红利有所收窄，但相对行业仍具有较高的成本优势；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。
- **盈利预测及投资评级：**预计公司 19-21 财年实现营收 608.5/691.5/712.9 亿（+15.3%/13.6%/3.1%），归母净利 85.3/98.0/102.3 亿（+8.7%/14.8%/4.4%），对应 PE 为 4.6X/4.0X/3.8X，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
营业总收入	15718.61	14505.23	16415.14	15848.12	19166.21	20104.55	25712.41	28171.03
营业收入	15686.50	14406.04	16310.52	15782.25	19125.02	20029.78	25649.44	27132.31
YOY	6.61%	1.34%	3.98%	9.55%	17.26%	26.91%	34.11%	35.46%
毛利率	13.52%	18.02%	17.34%	19.22%	18.25%	22.39%	24.52%	19.52%
销售费用率	1.85%	2.67%	2.31%	2.25%	2.61%	1.68%	1.95%	2.18%
管理费用率	3.01%	3.07%	3.28%	3.21%	2.79%	3.03%	2.17%	2.38%
财务费用率	3.72%	5.10%	3.67%	4.22%	2.60%	2.29%	1.74%	1.68%
归母净利润	679.33	732.19	312.02	809.72	1914.68	2468.99	4329.27	3518.81
YOY	-30.15%	-6.44%	-54.07%	10.59%	513.64%	204.92%	126.11%	42.52%
归母净利率	4.32%	5.05%	1.90%	5.11%	9.99%	12.28%	16.84%	12.49%
资产负债率	61.64%	60.75%	60.73%	60.74%	55.85%	54.53%	53.06%	53.41%
应收账款周转天数	57.55	61.29	57.99	55.80	46.66	45.96	36.43	38.87
YOY(±)	-12.93	-4.01	0.45	-5.49	-11.33	-9.84	-10.23	-7.09
存货周转天数	53.23	57.29	44.96	49.12	38.87	47.83	50.70	49.68
YOY(±)	3.00	-4.52	-8.27	-8.17	-6.09	-1.29	11.82	1.85
经营性现金流净额	2674.04	2932.34	3110.82	3349.65	3528.09	-14.79	4074.50	4325.79
YOY(±)	1173.18	950.77	436.79	417.32	417.27	-3364.44	546.41	4340.58
投资性现金流净额	-795.28	-1392.63	-857.01	-503.56	-1357.56	-1808.84	-2118.91	-5256.94
YOY(±)	673.05	-380.82	-61.72	889.07	-500.55	-1305.28	-761.35	-3448.10
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 2：玖龙纸业年度吨净利拆分

玖龙财年数据	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY
净利润（百万元）	1561	1755	1412	1121.7	4383.67	7848.08
经营融资活动汇兑损益（百万元）	165.6	-8.9	60.1	-1772.1	-399.6	-9.2
销量（万吨）	1040	1100	1220	1310	1300	1300
销量同比增减（万吨）	-	60	120	90	-10	0
吨净利（包括汇兑，元）	150.1	159.5	115.7	85.6	337.2	603.7
吨净利（不包括汇兑，元）	134	160	111	221	368	604

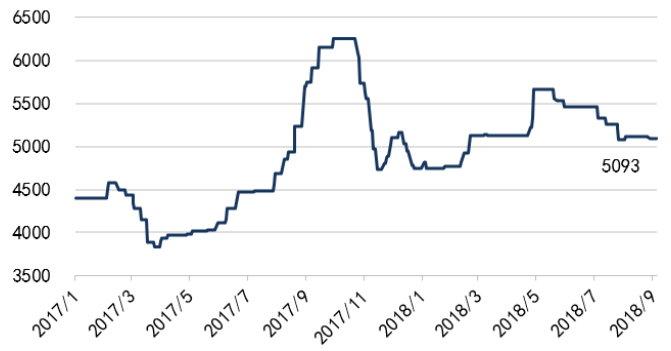
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：玖龙纸业半年度吨净利拆分

玖龙半年度数据	2014H2	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1
净利润（百万元）	679.3	732.7	312.0	809.7	1914.7	2469.0	4329.3	3518.8
经营融资活动汇兑损益（百万元）	154.1	-94.0	-1078.9	-693.2	-107.1	-292.5	-21.2	12.0
销量（万吨）	630	590	670	640	710	590	630	670
销量同比增减（万吨）	70	50	40	50	40	-50	-80	80
吨净利（包括汇兑，元）	107.8	124.2	46.6	126.5	269.7	418.5	687.2	525.2
吨净利（不包括汇兑，元）	83	140	208	235	285	468	691	523

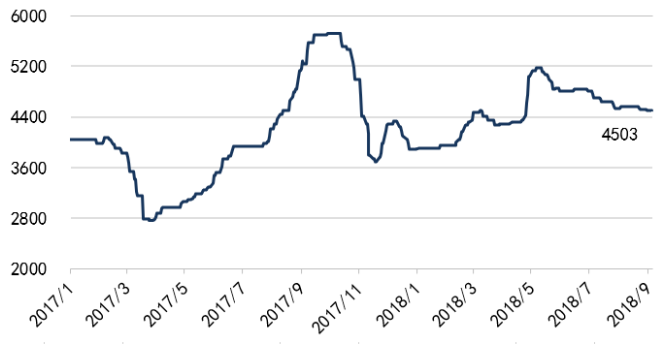
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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）



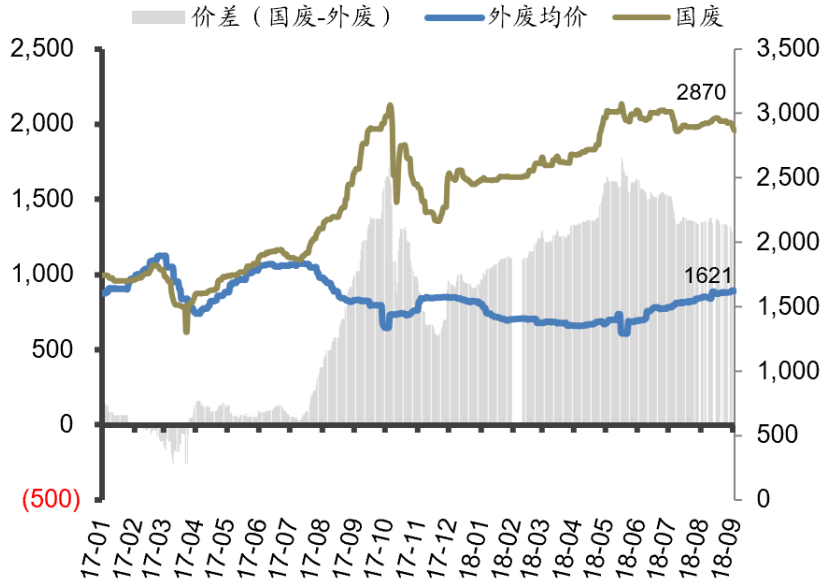
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 4：外废配额发放情况一览

单位（万吨）		2018		2017		2016	
序号	企业	前19个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	507.33	34.55%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	231.60	15.77%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	75.00	5.11%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业	159.29	10.85%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛纸业	96.16	6.55%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	90.00	6.13%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	56.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	30.82	2.10%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	28.37	1.93%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	30.38	2.07%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	21.84	1.49%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	23.93	1.63%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	117.09	7.97%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		1468.61		3117		4080	

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）



注：价差对应左侧坐标轴

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

玖龙纸业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产：	**24,723.72**	**28,254.69**	**32,227.67**	**35,862.89**
现金	9,044.71	11,182.43	13,412.06	15,283.40
应收款项	5,998.28	6,421.00	7,005.52	7,846.59
存货	6,691.09	7,139.46	7,892.39	8,686.70
其他	2,989.65	3,511.80	3,917.70	4,046.20
非流动资产：	**53,118.54**	**55,665.01**	**58,008.98**	**60,750.97**
长期股权投资	-	-	-	-
固定资产净值	51,121.44	53,601.76	55,941.22	58,675.01
商誉及无形资产	231.38	219.28	213.59	207.90
土地使用权	1,482.97	1,561.22	1,571.43	1,585.32
其他	282.74	282.74	282.74	282.74
资产总计	**77,842.26**	**83,919.70**	**90,236.65**	**96,613.87**
流动负债：	24,142.24	26,916.29	29,296.60	32,546.73
短期借款	18,141.11	20,329.11	21,780.28	24,522.20
应付款项	3,172.67	3,406.19	3,989.17	4,205.10
其他	2,828.45	3,180.99	3,527.15	3,819.43
非流动负债合计	**17,434.43**	**16,434.43**	**15,434.43**	**14,434.43**
长期借贷	14,571.09	13,571.09	12,571.09	11,571.09
其他	2,863.34	2,863.34	2,863.34	2,863.34
负债总计	**41,576.67**	**43,350.72**	**44,731.03**	**46,981.16**
少数股东权益	286.13	308.47	331.69	355.13
归属母公司股东权益	35,979.46	40,260.51	45,173.93	49,277.57
负债和所有者权益合计	**77,842.26**	**83,919.70**	**90,236.65**	**96,613.87**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	8,400.29	10,939.56	12,147.98	12,411.86
投资活动现金流	(7,375.85)	(4,856.57)	(4,824.14)	(5,325.71)
筹资活动现金流	1,582.85	(3,945.27)	(5,094.22)	(5,214.81)
汇率变动的影响	(35.34)	7.07	(20.30)	(16.19)
现金净增加额	2,571.95	2,137.72	2,229.63	1,871.34
折旧与摊销	-	2,377.82	2,482.88	2,592.28
资本开支	-	5,000.00	5,000.00	5,500.00
营运资本变动	-	(1,064.78)	(1,220.05)	(1,539.81)
企业自由现金流	8,538.46	15,746.50	16,977.24	6,552.48

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	52781.75	60854.43	69146.54	71290.11
营业成本	41196.51	47866.53	54273.96	55768.94
经营活动的汇兑损益	89.41	102.41	115.41	128.41
销售费用	1115.11	1277.94	1452.08	1497.09
管理费用	1226.50	1417.91	1611.11	1661.06
其他	1101.68	1101.68	1101.68	1101.68
营业利润	10434.73	11496.14	13026.48	13593.11
财务收入/(费用)净额	921.42	1144.31	1151.00	1205.45
融资活动的汇兑损益	(98.62)	(85.62)	(72.62)	(59.62)
应占联营公司及共同控制实体损	136.60	136.60	136.60	136.60
应占联营公司损益	0.00	0.00	0.00	0.00
除税前溢利	9551.29	10402.81	11939.46	12464.64
所得税	1690.04	1840.71	2112.61	2205.54
净利润(含少数股东权益)	7861.25	8562.10	9826.85	10259.10
净利润(不含少数股东权益)	7848.07	8533.20	9798.14	10230.91
少数股东损益	13.18	28.91	28.71	28.20
EBIT	10374.09	11461.50	13017.84	13610.47
EBITDA	10374.09	13839.32	15500.72	16202.76

重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	1.68	1.83	2.10	2.19
每股净资产(元)	7.70	8.61	9.66	10.54
发行在外股份(百万股)	4674.22	4674.22	4674.22	4674.22
ROIC(%)	15%	19%	19%	19%
ROE(%)	21.81%	21.19%	21.69%	20.76%
毛利率(%)	21.95%	21.34%	21.51%	21.77%
EBIT Margin(%)	19%	19%	18%	19%
销售净利率(%)	14.56%	13.74%	13.88%	14.06%
资产负债率(%)	53.41%	51.66%	49.57%	48.63%
收入增长率(%)	34.80%	15.29%	13.63%	3.10%
净利润增长率(%)	79.03%	8.73%	14.82%	4.42%
P/E	4.95	4.55	3.96	3.79
P/B	1.08	0.96	0.86	0.79
EV/EBITDA	7.22	5.38	4.75	4.57

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