

## 持有

## 业绩超预期，资本开支计划大增

**玖龙纸业 (2689.HK)**

2021-02-25 星期四

### 投资要点

目标价: **15.3 港元**  
 现价: 13.1 港元  
 预计升幅: 16.8%

#### ➤ 公司 2021 财年上半年业绩情况:

FY2021 上半年, 公司实现营业收入 308.9 亿元人民币(下同), 同比增长 7.1%; 毛利润录得 64.6 亿元, 同比增长 31.3%; 归母净利润 40.0 亿元, 同比增长 75.6%, 大超市场预期。

### 重要数据

日期	2020-02-24
收盘价(港元)	13.11
总股本(百万股)	4,692
总市值(百万港元)	61,000
净资产(百万元)	43,717
总资产(百万元)	83,481
52 周高低(港元)	16.62/6.10
每股净资产(元)	9.23

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 毛利率回升+财务费用下降推动吨净利润达 456 元(不含汇兑损益):

由于每吨售价提升 220 元而吨成本仅提高 50 元, 公司毛利率大幅提升至 20.9%, 较去年同期的 17.1% 增加 3.8 个百分点。同时, 受益于公司的不断优化负债结构, 负债率持续降低, FY2021 上半年净负债率降至历史新低的 44.1%, 期间财务费用大幅减少 32.3% 至 2.8 亿。受这两方面因素推动, 公司单吨净利达 456 元(不含汇兑损益), 为历史第二高。

#### ➤ 未来 18 个月 CAPEX 指引 300 亿, 开启新一轮产能扩张:

截至 2020 年底, 公司现有造纸设计年产能 1757 万吨与造浆(再生浆及木浆)设计年产能 85 万吨。公司指引 21 财年下半年以及 22 财年期间将新增资本开支合计 300 亿元, 用以新一轮产能扩张, 包括: 新增位造纸产能合计 625 万吨、新增木浆产能合计 312 万吨、再生浆产能 60 万吨以及木纤维产能 110 万吨。届时(2023 年底)公司产能有望达: 造纸 2382 万吨、造浆 427 万吨以及木纤维 110 万吨, 有利于公司进一步深化产业链垂直整合。

#### ➤ 维持目标价 15.3 港元:

在外废归零+需求保持景气的背景下, 国废缺口增大, 有望持续推动行业价格向上。公司在造纸行业龙头地位稳固, 优势明显。鉴于上半年业绩超预期, 我们上调公司 2021-2023 年的 EPS 预测至 1.51/1.58/1.70 元。但考虑到资本开支计划大幅上升, 预计会对未来 2 年利润率造成冲击, 我们维持目标价 15.3 港元, 下调至“持有”评级。

### 主要股东

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

### 相关报告

玖龙纸业 (2689.HK) - 首发报告-20210115

### 研究部

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

百万元(6/30)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	54,647	51,341	64,450	72,403	83,668
同比增长	3.5%	-6.0%	25.5%	12.3%	15.6%
归母净利润	3,879	4,169	7,099	7,407	7,964
同比增长	-50.6%	7.5%	70.3%	4.3%	7.5%
毛利率	15.6%	17.6%	20.8%	21.0%	19.7%
净利润率	7.1%	8.1%	11.0%	10.2%	9.5%
每股收益(元)	0.82	0.89	1.51	1.58	1.70
PE@13.1HKD	13.3	12.2	7.2	6.9	6.4

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

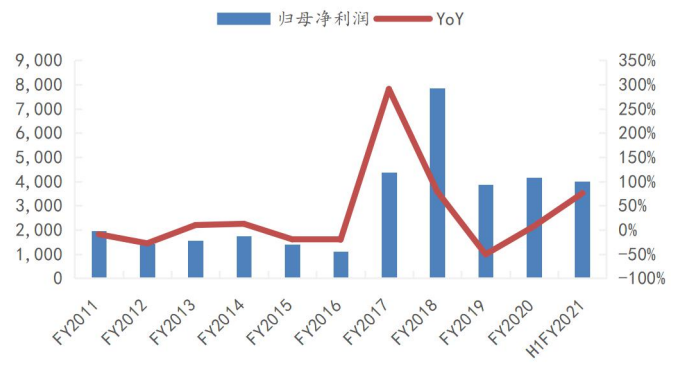
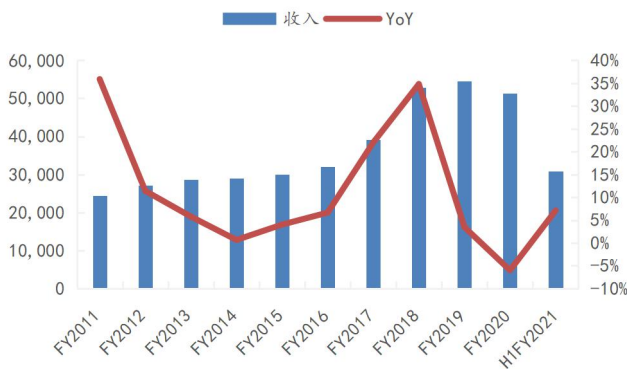
## 报告正文

### 公司 2021 财年上半年业绩情况：

FY2021 上半年，公司实现营业收入 308.9 亿元人民币（下同），同比增长 7.1%；毛利润录得 64.6 亿元，同比增长 31.3%；归母净利润 40.0 亿元，同比增长 75.6%，大超市场预期。

图 1：FY2011-H12021 营业收入（百万）及同比增速

图 2：FY2011-H12021 归母净利润（百万）及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

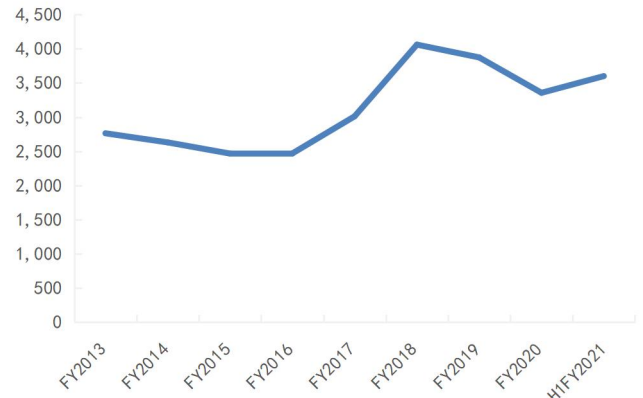
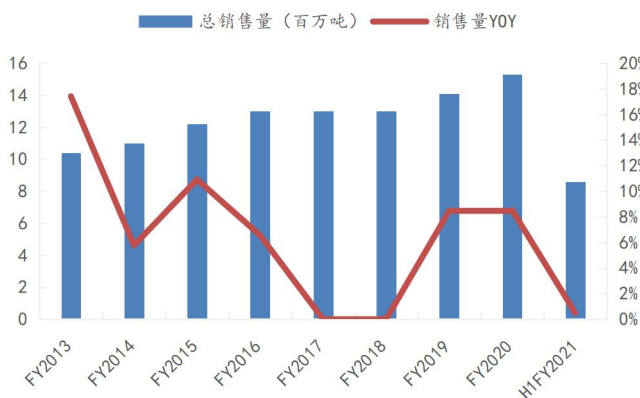
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 量价齐升，预计产品价格将继续稳中有升：

2021 财年的上半年，公司共实现销量 858 万吨，同比+0.5%，为半年度历史新高；其中，卡纸与灰底白板纸表现出色，分别录得销量 430 万、170 万吨，分别同比+5.9%、+6.1%，同期瓦楞纸与文化用纸销量分别录得同比下降 9.3%、13.9%。在上游原材料涨价、下游需求复苏的背景下，公司产品价格也相应向上调整，接连发布了涨价函。2021 财年上半年公司产品 asp 录得 3600 元，同比+6.5%。我们预计在外废清零+行业库存低位的背景下，短期内价格有望继续保持稳中有升。

图 3：FY2013-H12021 产品销量与同比增速

图 4：FY2013-H12021 产品 ASP



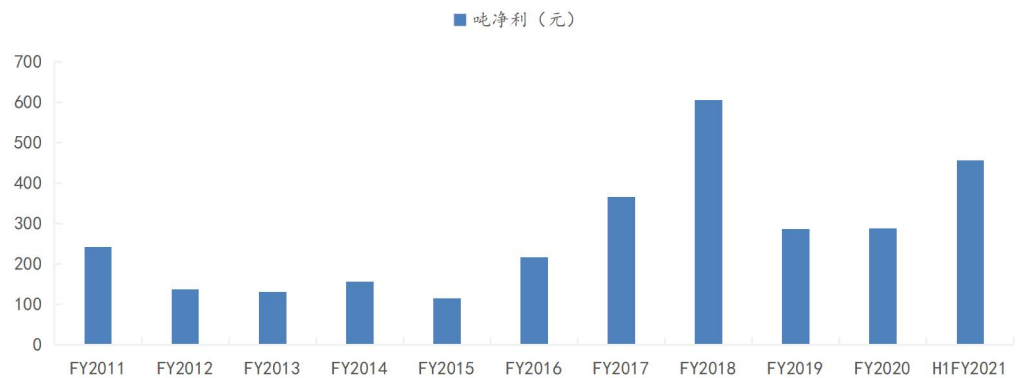
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**毛利率回升+财务费用下降推动吨净利润达 456 元（不含汇兑损益）：**

由于每吨售价提升 220 元而吨成本仅提高 50 元，公司毛利率大幅提升至 20.9%，较去年同期的 17.1% 增加 3.8 个百分点。同时，受益于公司的不断优化负债结构，负债率持续降低，FY2021 上半年净负债率降至历史新低的 44.1%，期间财务费用大幅减少 32.3% 至 2.8 亿。受这两方面因素推动，公司单吨净利达 456 元（不含汇兑损益），为历史第二高。

**图 6：FY2011-H12021 吨净利（元）**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**未来 18 个月 CAPEX 指引 300 亿，开启新一轮产能扩张：**

截至 2020 年底，公司现有造纸设计年产能 1757 万吨、造浆（再生浆及木浆）设计年产能 85 万吨以及下游包装厂设计年产能 10 亿平方米。公司指引 21 财年下半年以及 22 财年期间将新增资本开支合计 300 亿元，用以新一轮产能扩张，包括：新增位造纸产能合计 625 万吨、新增木浆产能合计 312 万吨、再生浆产能 60 万吨以及木纤维产能 110 万吨。届时（2023 年底）公司产能有望达：造纸 2382 万吨、造浆 427 万吨以及木纤维 110 万吨，有利于公司进一步深化产业链垂直整合，扩大作为龙头在生产规模和原料采购上的优势。

**维持目标价 15.3 港元：**

在外废归零+需求保持景气的背景下，国废缺口增大，有望持续推动行业价格向上。公司在造纸行业龙头地位稳固，优势明显。鉴于上半年业绩超预期，我们上调公司 2021-2023 年的 EPS 预测至 1.51/1.58/1.70 元。但考虑到资本开支计划大幅上升，预计会对未来 2 年利润率造成冲击，我们维持目标价 15.3 港元，下调至“持有”评级。

**风险提示：**

国内宏观经济环境不确定性；

原材料成本迅速大幅上漲；

匯率大幅波動。

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	64,450	72,403	83,668
营业成本	46,094	42,314	51,045	57,198	67,185
毛利	8,515	9,027	13,406	15,205	16,483
销售费用	1,605	1,585	1,998	2,027	2,343
管理费用	1,723	1,881	2,320	2,534	2,928
财务费用	1,071	884	645	1,810	1,673
费用总和	4,400	4,349	4,963	6,371	6,944
税前利润	4,858	5,296	9,064	9,454	10,159
所得税	957	1,066	1,903	1,985	2,133
净利润	3,879	4,169	7,099	7,407	7,964

资产负债表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,395	18,420	22,576	25,912	28,494
存货	7,609	5,246	8,507	9,533	11,198
应收账款及应收票据	3,984	4,597	6,445	7,240	8,367
其他应收款及预付款	3,349	2,810	3,791	4,259	4,922
货币资金	8,186	5,560	3,590	4,638	3,766
非流动资产	57,368	60,899	68,325	85,279	87,351
物业厂房及设备	55,318	58,533	65,892	82,779	84,765
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	90,901	111,191	115,845
流动负债	22,948	16,489	20,093	26,756	17,694
应付账款及票据	5,586	5,473	5,371	6,034	6,972
应交税金	470	587	587	587	587
短期借款	14,382	7,926	12,000	18,000	8,000
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	24,673	28,673	27,673
长期借款	16,620	18,361	21,000	25,000	24,000
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	44,766	55,429	45,367
股东权益合计	37,902	40,796	46,135	55,763	70,477

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性 (%)					
营业收入增长率	3.5%	-6.0%	25.5%	12.3%	15.6%
经营利润增长率	-44.2%	4.1%	58.2%	16.2%	5.1%
净利润增长率	-50.6%	7.5%	70.3%	4.3%	7.5%
盈利能力 (%)					
毛利率	15.6%	17.6%	20.8%	21.0%	19.7%
净利率	7.1%	8.1%	11.0%	10.2%	9.5%
ROE	10.2%	10.2%	15.4%	13.3%	11.3%
偿债能力 (%)					
资产负债率	53.1%	48.6%	49.2%	49.8%	39.2%
流动比率	1.02	1.12	1.12	0.97	1.61
速动比率	0.69	0.80	0.70	0.61	0.98
营运能力					
资产周转率	0.68	0.84	0.71	0.65	0.72
应收账款周转率	7.94	8.45	9.42	9.28	8.81

现金流量表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,858	5,296	9,064	9,454	10,159
折旧和摊销	2,199	2,377	2,711	3,188	3,590
财务费用	1,071	884	645	1,810	1,673
所得税	957	1,066	1,903	1,985	2,133
经营活动产生现金流量	8,637	8,949	4,633	8,306	8,707
投资活动产生现金流量	5,845	4,507	11,886	19,901	5,411
融资活动产生现金流量	3,684	7,223	-5,284	-12,642	4,168
现金净变动	-892	-2,781	-1,970	1,047	-872
现金的期初余额	9,045	8,339	5,560	3,590	4,638
现金的期末余额	8,186	5,560	3,590	4,638	3,766



# 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

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。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）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）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）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）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）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）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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）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）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）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>