

**持有****行业需求疲软，成本压力较大****玖龙纸业 (2689.HK)**

2022-02-24 星期四

**投资要点**

目标价: **9.0 港元**  
 现价: 8.0 港元  
 预计升幅: 12.5%

➤ **收入增速稳健，有效税率大幅降低：**

2022 财年上半年公司录得营业收入 344.71 亿元，同比+11.6%；毛利率同比-7.3%至 13.6%；三项费用率较为平稳，同比+0.32%至 7.49%；因期内公司享受到优惠税务政策，获得 3.95 亿元的税项减免，有效税率仅为 2.78%；实现归母净利润 27.7 亿元，同比-30.7%，净利润率同比下降 5 个百分点至 8.0%，主要是毛利率大幅下降所致。

**重要数据**

日期	2022-02-23
收盘价 (港元)	8.0
总股本 (百万股)	4,692
总市值 (百万港元)	37,536
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

➤ **行业需求较为疲软，加价不足以抵消成本压力：**

从销量来看，由于新冠疫情拖累经济增速，导致包装纸需求受到一定影响，公司通过调整产品组合及销售策略，销售量同比-1.6%至 844 万吨，其中瓦楞纸/卡纸/白板纸销量分别较去年同期+13.6%/-3.5%/-4.4%。期内，废纸、木浆、煤炭等生产成本大幅上涨，公司虽进行几次价格调整，但仍不足以抵消成本上涨压力，ASP 同比+13.5%至 4084.3 元/吨，吨成本则同比+24.0%至 3529.7 元/吨，导致综合毛利率同比下降 7.3 个百分点。

➤ **瓦楞纸增速领先，公司产能合计达 1,840 万吨：**

分产品来看，期内卡纸/高强瓦楞纸/白板纸/文化用纸营收同比增速分别为+12.8%/+35.4%/+2.2%/-28.2%，营收占比分别为 49%/25%/20%/5%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司产能合计 1,840 万吨；另公司已落实多个国内浆纸一体化项目，有助于稳定产品质量及平抑成本价格波动；在经济、成本压力、外废收紧及环保政策下，可预期集中度将持续向龙头集中。

**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  
 玖龙纸业 (2689.HK) 更新报告-20210225

➤ **维持“持有”评级，目标价 9.0 港元：**

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26/1.46/1.67 元，目标价 9.0 港元，对应 2023 年 5 倍 PE，维持“持有”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	51,341	61,574	68,000	73,085	78,023
同比增长 (%)	-6.0%	19.9%	10.4%	7.5%	6.8%
毛利率	17.6%	19.0%	14.5%	15.5%	16.5%
净利润	4,169	7,101	5,906	6,858	7,856
同比增长 (%)	7.5%	70.4%	-16.8%	16.1%	14.6%
净利润率	8.1%	11.5%	8.7%	9.4%	10.1%
每股盈利	0.89	1.51	1.26	1.46	1.67
PE@8.0HKD	7.3	4.3	5.1	4.4	3.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

**研究部**

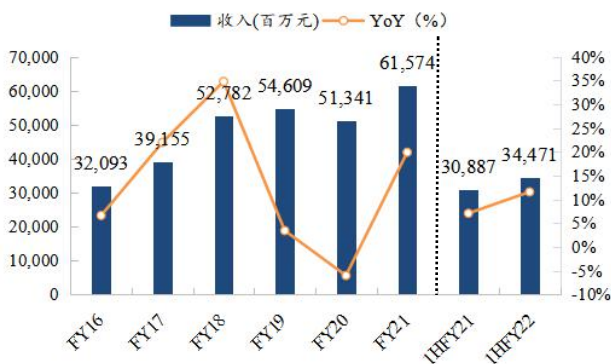
姓名: 陈欣  
 SFC: BLO515  
 电话: 0755-21516057  
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 收入增速稳健，有效税率大幅降低：

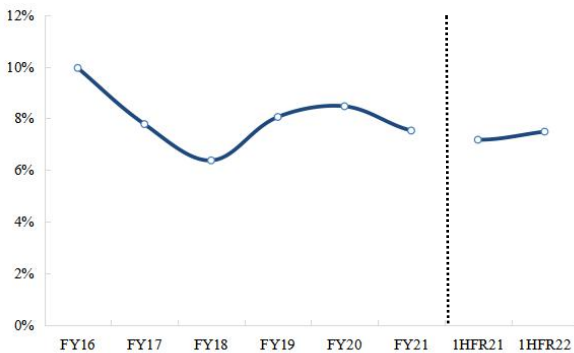
2022 财年上半年公司录得营业收入 344.71 亿元，同比+11.6%；毛利率同比-7.3%至 13.6%，主要是期内废纸、木浆、煤炭等生产成本大幅上涨所致；三项费用率较为平稳，同比+0.32%至 7.49%；因期内公司享受到优惠税务政策，获得 3.95 亿元的税项减免，有效税率仅为 2.78%；实现归母净利润 27.7 亿元，同比-30.7%，净利润率同比-5.0%至 8.0%，主要是毛利率大幅下降所致。

图 1：收入及增速



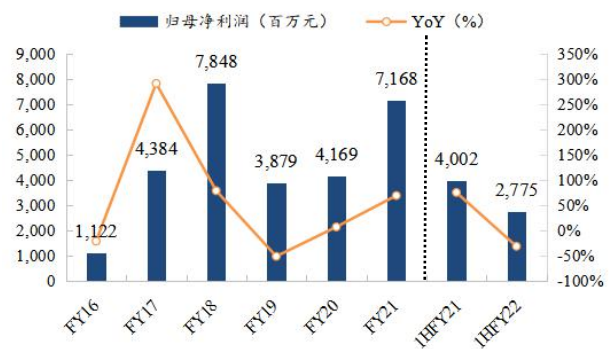
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：销售+管理+财务三项费用率趋势



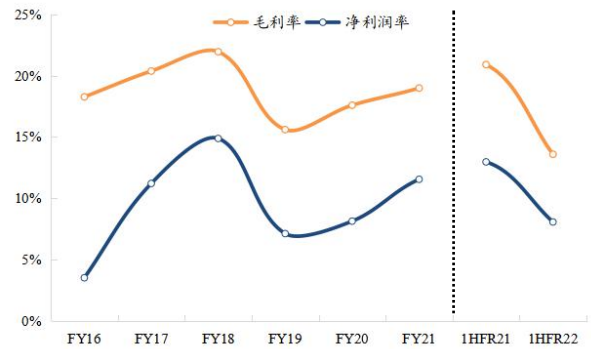
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：归母净利润及增速



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 4：毛利率及净利润率

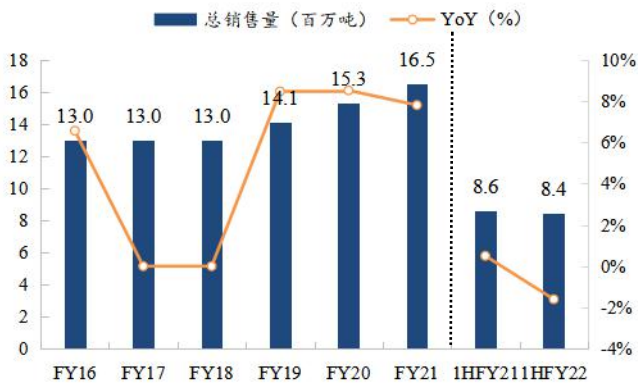


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 行业需求较为疲软，加价不足以抵消成本压力：

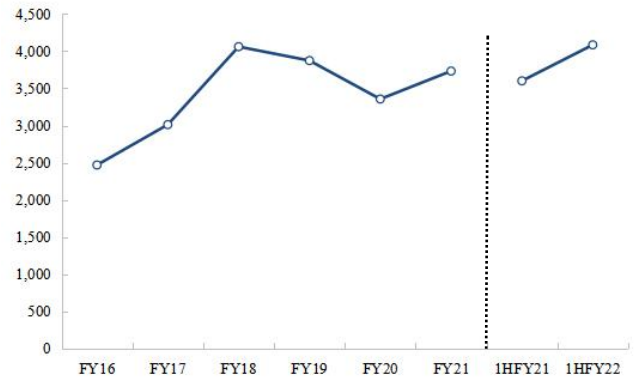
从销量来看，由于新冠疫情拖累经济增速，导致包装纸需求受到一定影响，公司通过调整产品组合及销售策略，销售量同比-1.6%至 844 万吨，其中瓦楞纸/卡纸/白板纸销量分别较去年同期+13.6%/-3.5%/-4.4%。期内，废纸、木浆、煤炭等生产成本大幅上涨，公司虽进行几次价格调整，但仍不足以抵消成本上涨压力，ASP 同比+13.5%至 4084.3 元/吨，吨成本则同比+24.0%至 3529.7 元/吨，导致综合毛利率同比下降 7.3 个百分点。

图 5：产品销量



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 6：产品 ASP (元/吨)

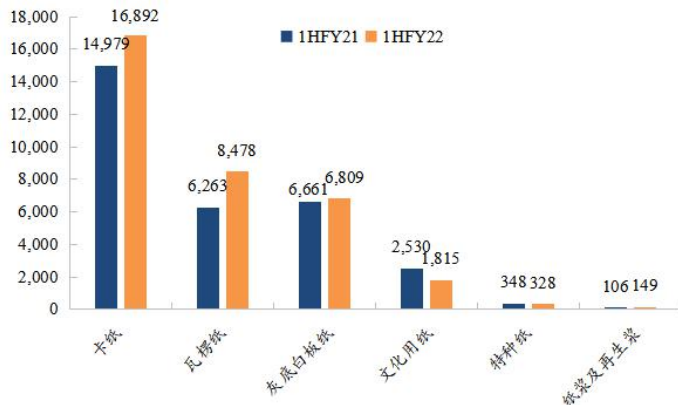


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 瓦楞纸增速领先，公司产能合计达 1,840 万吨：

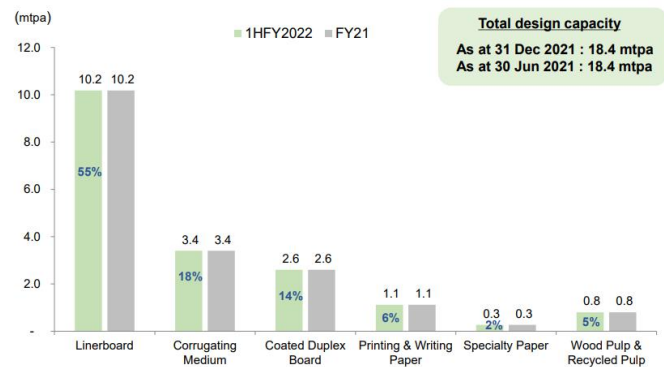
分产品来看，期内卡纸/高强瓦楞纸/白板纸/文化用纸营收同比增速分别为 +12.8%/+35.4%/+2.2%/-28.2%，营收占比分别为 49%/25%/20%/5%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司产能合计 1,840 万吨；另公司已落实多个国内浆纸一体化项目，有助于稳定产品质量及平抑成本周期波动；在经济、成本压力、外废收紧及环保政策下，可预期集中度将持续向龙头集中。

图 7：分产品收入 (百万元)



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 8：产能情况



资料来源：公司年报演示材料、国元证券经纪（香港）整理

### 维持“持有”评级，目标价 9.0 港元：

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26/1.46/1.67 元，目标价 9.0 港元，对应 2023 年 5 倍 PE，维持“持有”评级。

**财务报表摘要**

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51,341	61,574	68,000	73,085	78,023
营业成本	42,314	49,883	58,140	61,756	65,149
毛利	9,027	11,691	9,860	11,328	12,874
销售费用	1,585	1,812	1,938	2,119	2,146
管理费用	1,881	2,066	2,380	2,558	2,731
财务费用	884	760	884	914	975
费用总和	4,349	4,637	5,202	5,591	5,852
税前利润	5,296	8,476	6,147	7,287	8,347
所得税	1,066	1,308	184	364	417
净利润	4,169	7,101	5,906	6,858	7,856

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>18,420</b>	<b>28,719</b>	<b>32,380</b>	<b>36,447</b>	<b>41,092</b>
存货	5,246	8,214	9,690	10,293	10,858
应收账款及应收票据	4,597	6,366	6,800	7,308	7,802
其他应收款及预付款	2,810	3,889	4,000	4,299	4,590
货币资金	5,560	10,031	11,687	14,343	17,638
<b>非流动资产</b>	<b>60,899</b>	<b>63,454</b>	<b>64,956</b>	<b>66,549</b>	<b>68,229</b>
物业厂房及设备	58,533	60,198	61,632	63,140	64,726
租赁土地及土地使用权	1,664	1,651	1,714	1,789	1,875
无形资产	232	1,012	1,012	1,012	1,012
递延所得税资产	52	80	80	80	80
<b>资产总计</b>	<b>79,320</b>	<b>92,172</b>	<b>97,336</b>	<b>102,995</b>	<b>109,321</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,489</b>	<b>23,932</b>	<b>24,664</b>	<b>25,142</b>	<b>25,591</b>
应付账款及票据	5,473	4,350	5,070	5,385	5,681
应交税金	587	380	380	380	380
短期借款	7,926	16,588	16,588	16,588	16,588
其他流动负债	2,123	2,253	2,626	2,789	2,942
<b>非流动负债</b>	<b>22,034</b>	<b>21,845</b>	<b>21,861</b>	<b>21,914</b>	<b>21,918</b>
长期借款	18,361	17,523	17,523	17,523	17,523
非流动递延所得税负债	3,555	4,199	4,199	4,199	4,199
其他	118	122	122	122	122
<b>股东权益合计</b>	<b>40,796</b>	<b>46,396</b>	<b>50,812</b>	<b>55,939</b>	<b>61,812</b>

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性 (%)</b>					
营业收入增长率	-6.0%	19.9%	10.4%	7.5%	6.8%
经营利润增长率	4.1%	40.9%	-25.9%	18.5%	18.7%
净利润增长率	7.5%	70.4%	-16.8%	16.1%	14.6%
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	17.6%	19.0%	14.5%	15.5%	16.5%
净利率	8.1%	11.5%	8.7%	9.4%	10.1%
ROE	10.2%	15.3%	11.6%	12.3%	12.7%
<b>偿债能力 (%)</b>					
资产负债率	48.6%	49.7%	47.8%	45.7%	43.5%
流动比率	1.12	1.20	1.31	1.45	1.61
速动比率	0.80	0.86	0.92	1.04	1.18
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.84	0.67	0.70	0.71	0.71
应收账款周转率	8.45	9.35	9.64	8.87	9.31

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	5,296	8,476	6,147	7,287	8,347
折旧和摊销	2,377	2,648	2,964	3,115	3,273
财务费用	884	760	884	914	975
所得税	1,066	1,308	184	364	417
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>8,949</b>	<b>2,517</b>	<b>7,329</b>	<b>8,805</b>	<b>9,943</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-4,507</b>	<b>-5,636</b>	<b>-4,184</b>	<b>-4,418</b>	<b>-4,665</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-7,223</b>	<b>7,630</b>	<b>-1,491</b>	<b>-1,731</b>	<b>-1,982</b>
现金净变动	-2,781	4,511	1,655	2,656	3,296
现金的期初余额	8,339	5,560	10,032	11,687	14,343
现金的期末余额	5,560	10,032	11,687	14,343	17,638

# 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