

买入

4Q23 实现扭亏，盈利望持续修复

玖龙纸业 (2689.HK)

2024-03-01 星期五

投资要点

目标价: **4.57 港元**
现价: 3.63 港元
预计升幅: 25.9%

➤ 实现扭亏为盈，符合盈利惊喜：

1H FY24 (即自然年 2H23) 公司录得营业收入 306.11 亿元，同比-1.9%；毛利润大幅增长 294.4%至 27.06 亿元，毛利率同比提升约 6.6 个百分点至 8.8%，主要因平均售价的下降幅度 (约-15.6%yoy) 低于平均成本 (约-22%yoy) 的下降幅度；最终录得归母净利润 2.92 亿元，实现扭亏为盈 (去年同期录得净亏损 13.89 亿元)，处于此前盈利惊喜中枢。

重要数据

日期	2024-02-29
收盘价 (港元)	3.63
总股本 (百万股)	4,692
总市值 (百万港元)	17,032
净资产 (百万元)	45,136
总资产 (百万元)	120,651
52 周高低 (港元)	6.68/2.86
每股净资产 (元)	9.62

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 新厂成功投产，销量实现双位数增长：

期内，伴随北海及马来西亚项目的成功投产，截至 2023 年末，公司造纸年产能达到 2,112 万吨，同比增加 235 万吨。受益于新增产能及降库存策略，公司 1H FY24 销量同比+16.3%至 1,000 万吨；其中，牛卡纸/高强瓦楞纸/白板纸销量分别为 570/250/140 万吨，同比分别变动+42.5/-7.4%/持平，收入同比分别变动+18.9%/-18.7%/-15.0%。文化纸及特种纸销量对比去年同期基本持平，收入同比分别变动-24.5%/-5.6%。

➤ 资本开支有望逐步回落，浆纸一体化蓝图稳步推进：

受国家实行禁废令政策影响，公司近年投入大量资金用于上游优质原料的产能建设，截至 2023 年末，纤维原料总设计年产能达 472 万吨，同比增加 217 万吨；其中木浆/再生浆/木纤维产能分别为 217/70/185 万吨；预计公司资本开支将从上一财年高点逐步回落，后续伴随新浆厂的陆续投产，公司将进一步完善浆纸一体化布局，充分发挥垂直产业链优势，持续优化产品结构及提升盈利能力。

主要股东

Best Result Holdings Limited (63.77%)
张茵、刘名中 (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
玖龙纸业(2689.HK)更新报告-20220224
玖龙纸业(2689.HK)更新报告-20230224

➤ 给予“买入”评级，目标价 4.57 港元：

公司最困难时期已经过去，盈利能力望逐步修复。我们预计公司 2024-2026 财年 EPS 分别为 0.21/0.52/0.70 元，目标价 4.57 港元，对应 2024 财年 20 倍 PE，0.4 倍 PB，较现价有 25.9%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	64,538	56,739	66,428	76,816	80,874
同比增长 (%)	4.8%	-12.1%	17.1%	15.6%	5.3%
毛利率	10.8%	2.7%	7.3%	9.1%	9.5%
净利润	3,275	-2,383	986	2,446	3,266
同比增长 (%)	-53.9%	-172.8%	141.4%	148.1%	33.5%
净利润率	5.1%	-4.2%	1.5%	3.2%	4.0%
每股盈利	0.70	-0.51	0.21	0.52	0.70
PE@3.63HKD	4.8	NA	15.9	6.4	4.8

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

实现扭亏为盈，符合盈利预喜：

1HFR24（即自然年 2H23）公司录得营业收入 306.11 亿元，同比-1.9%；毛利润大幅增长 294.4%至 27.06 亿元，毛利率同比提升约 6.6 个百分点至 8.8%，主要因平均售价的下降幅度（约-15.6%yoy）低于平均成本（约-22%yoy）的下降幅度；最终录得归母净利润 2.92 亿元，实现扭亏为盈（去年同期录得净亏损 13.89 亿元），处于此前盈利预喜中枢。

图 1：玖龙纸业收入及增速



图 2：玖龙纸业归母净利润及利润率



资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

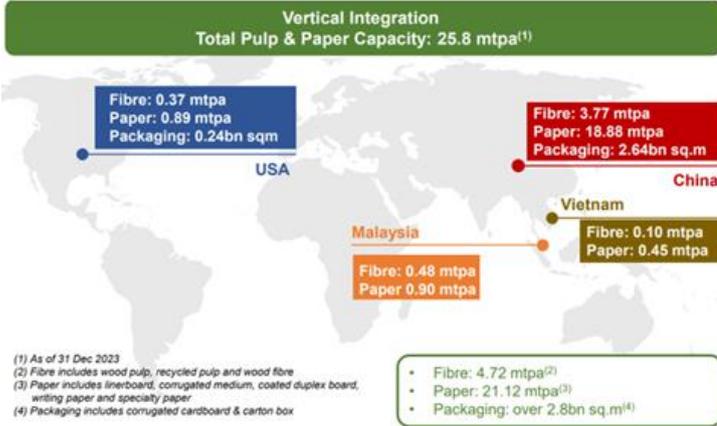
4Q23 实现扭亏，吨纸净利不到 100 元/吨：

从趋势上看，3Q23 公司仍然处于亏损状态，4Q23 受益于产品提价，逐步实现盈利。4Q23 环比 3Q23，平均售价上涨大约 230 元/吨，生产成本上涨不到 120 元/吨，4Q23 实现吨纸净利不到 100 元/吨，盈利处于持续修复当中。整体来看，1HFR24，公司吨纸净利约为 29 元/吨，去年同期约为亏损 161 元/吨。

新厂成功投产，销量实现双位数增长：

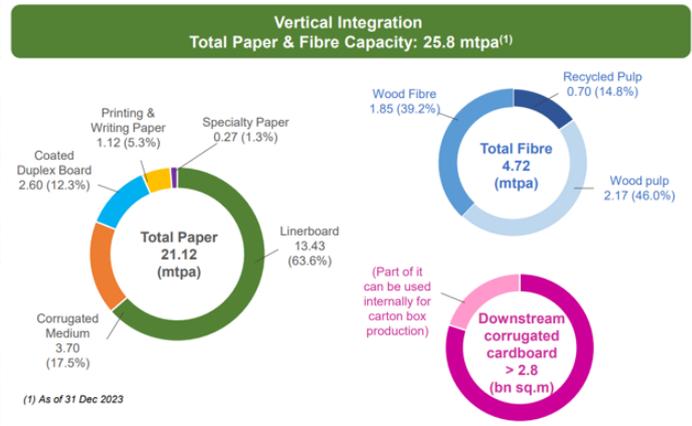
期内，伴随北海及马来西亚项目的成功投产，截至 2023 年末，公司造纸年产能达到 2,112 万吨,同比增加 235 万吨。受益于新增产能及降库存策略，公司 1HFR24 销量同比+16.3%至 1,000 万吨；其中，牛卡纸/高强瓦楞纸/白板纸销量分别为 570/250/140 万吨，同比分别变动+42.5/-7.4%/持平，收入同比分别变动 +18.9%/-18.7%/-15.0%。文化纸及特种纸销量对比去年同期基本持平，收入同比分别变动-24.5%/-5.6%。

图 3：截至 2023 年 12 月 31 日公司浆纸产能



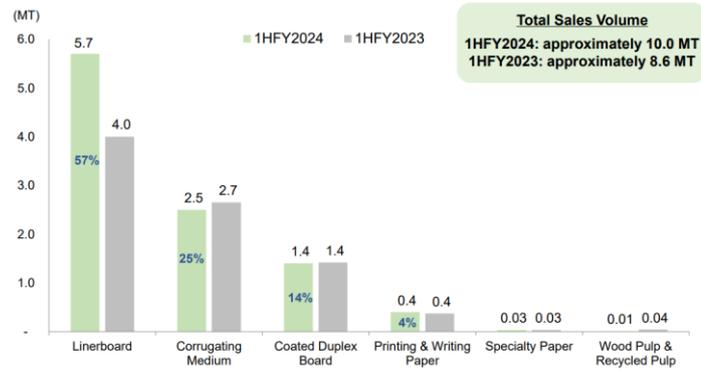
资料来源：公司业绩会 ppt、国元证券经纪（香港）整理

图 4：截至 2023 年 12 月 31 日公司浆纸产能分产品



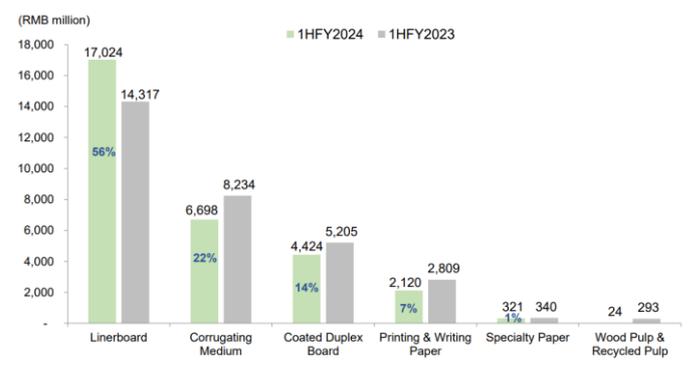
资料来源：公司业绩会 ppt、国元证券经纪（香港）整理

图 5：销量结构分产品



资料来源：公司业绩会 ppt、国元证券经纪（香港）整理

图 6：收入结构分产品



资料来源：公司业绩会 ppt、国元证券经纪（香港）整理

资本开支有望逐步回落，浆纸一体化蓝图稳步推进：

受国家实行禁废令政策影响，公司近年投入大量资金用于上游优质原料的产能建设，截至 2023 年末，纤维原料总设计年产能达 472 万吨，同比增加 217 万吨；其中木浆/再生浆/木纤维产能分别为 217/70/185 万吨；预计公司资本开支将从上一财年高点逐步回落，后续伴随新浆厂的陆续投产，公司将进一步完善浆纸一体化布局，充分发挥垂直产业链优势，持续优化产品结构及提升盈利能力。

给予“买入”评级，目标价 4.57 港元：

公司最困难时期已经过去，盈利能力望逐步修复。我们预计公司 2024-2026 财年 EPS 分别为 0.21/0.52/0.70 元，目标价 4.57 港元，对应 2024 财年 20 倍 PE，0.4 倍 PB，较现价有 25.9% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

财务报表摘要

玖龙纸业：2689.HK

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至6月30日)						财务分析					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	64,538	56,739	66,428	76,816	80,874	盈利能力					
营业成本	(57,546)	(55,209)	(61,608)	(69,858)	(73,157)	毛利率 (%)	10.8%	2.7%	7.3%	9.1%	9.5%
毛利	6,992	1,530	4,819	6,958	7,717	净利率 (%)	5.1%	-4.2%	1.5%	3.2%	4.0%
其他收入	968	1,403	1,300	1,300	1,300						
销售费用	(1,955)	(2,124)	(2,325)	(2,535)	(2,507)	营运表现					
管理费用	(2,322)	(2,577)	(2,657)	(2,919)	(2,831)	存货周转天数	65	70	65	65	65
其他损益净额	286	201	201	201	201	应收账款周转天数	32	30	30	30	30
税前盈利	3,373	(2,726)	1,146	2,842	3,795	应付账款周转天数	35	54	54	54	54
所得税	(63)	355	(149)	(369)	(493)						
净利润	3,310	(2,371)	997	2,473	3,301	偿债能力					
少数股东损益	-35	-13	-11	-26	-35	资产负债率	55.6%	62.6%	66.1%	67.3%	67.2%
归母净利润	3275	-2383	986	2446	3266	流动比率	4.42	2.17	1.94	2.21	2.46
EPS	0.70	(0.51)	0.21	0.52	0.70	速动比率	2.77	1.52	1.35	1.63	1.90
资产负债表						现金流量表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	9,654	10,317	13,922	22,317	31,297	除税前利润	3,373	(2,726)	1,146	2,842	3,795
应收账款及票据	4,951	4,460	5,509	6,371	6,707	折旧及摊销	3,014	3,783	4,176	4,336	4,433
存货	12,170	8,856	10,971	12,440	13,028	其他经营活动	(3,357)	5,867	(3,716)	(1,685)	(1,004)
总流动资产	32,621	29,454	36,128	47,707	57,944	经营性现金流	3,030	6,924	1,605	5,494	7,224
固定资产	70,670	86,557	95,411	96,104	94,701	资本开支	(12,621)	(17,698)	(13,000)	(5,000)	(3,000)
无形资产	312	300	271	241	211	其他投资活动	299	274	0	0	0
递延税项资产	425	306	306	306	306	投资性现金流	(12,322)	(17,424)	(13,000)	(5,000)	(3,000)
总资产	107,081	120,651	136,149	148,392	157,196	已付股息	(2,017)	(469)	0	(99)	(245)
其他应付款	3,891	4,808	4,854	5,504	5,763	其他融资活动	10,938	11,606	15,000	8,000	5,000
应付帐款	6,668	9,648	9,104	10,323	10,810	融资性现金流	8,921	11,136	15,000	7,901	4,755
短期银行贷款	7,379	13,593	18,593	21,593	23,593						
总流动负债	7,379	13,593	18,593	21,593	23,593	现金变化	(370)	637	3,605	8,395	8,980
长期贷款	36,862	43,181	53,181	58,181	61,181	期初持有现金	10,031	9,654	10,317	13,922	22,317
其他长期应付款	107	105	105	105	105	期末持有现金	9,654	10,317	13,922	22,317	31,297
总负债	59,575	75,515	90,016	99,885	105,632						
股东权益	47,505	45,136	46,133	48,507	51,564						

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>