

02689.HK 玖龙纸业

港股通（沪/深）

增持（首次）

盈利修复，成本控制能力逐步加强

2024年3月6日

市场数据

日期	20240306
收盘价(港元)	3.46
总股本(亿股)	47
流通股本(亿股)	47
净资产(亿元)	499
总资产(亿元)	1,423
每股净资产(元)	11.81

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

海外原材料研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

投资要点

事件: 玖龙纸业披露截至 2023 年 12 月 31 日 FY24H1 业绩: 营收同比下降 1.9%至 306.1 亿元, 归母净利润扭亏为盈, 盈利 3.0 亿元。

点评: 上半财年销量 1000 万吨, 同比快速增长 16.3%, 公司提高全年销量目标。主要增量在牛卡纸, 其中卡纸/高强瓦楞芯纸/涂布灰底白板/文化纸销量同比分别+9.1%/-5.6%/-2.0%/持平至约 570/250/140/40 万吨。23 年底, 广西北海新增 80 万吨卡纸产能、马来西亚新增 30 万吨高强瓦楞芯纸产能, 24 年初, 北海新增 55 万吨文化纸产能, 24 年底, 计划在北海新增 120 万吨食品级白卡纸, 随着新产能释放和消费情绪逐步回暖, 我们预计 24 财年产量同比增长 16.0%至 19.3 万吨, 25 财年产量同比增长 9.1%至 21.0 万吨。

上半财年吨售价环比降低 132 元, 吨成本环比降低 297 元, 23Q4 几轮提价落地后, 公司实现扭亏为盈, 上半财年吨净利约 30 元。

优质原料自给率提高, 成本控制能力逐步加强。 23 年末, 公司纤维原料产能 472 万吨/年。24 年 1 月, 广西北海市已投产 20 万吨木浆, Q3 计划投产 170 万吨木浆, 采购原料主要为国产木片, 随着北海和马来西亚项目投运, 纤维原料总产能在 2024 年末有望达到 704 万吨/年, 越来越接近自给自足的状态, 从而实现更好的成本管控和产品质量升级。

严格把控费用。 吨销售费用/吨管理费用环比分别减少 14 元/61 元至 111/108 元。

公司扩张期步入后期阶段, 资本开支节奏放缓, 债务结构优化。 期末公司有息负债环比 FY23 期末净增加约 43 亿元, 上半财年财务费用环比增加 3711 万元至 6 亿元, 公司持续优化债务结构, 人民币债务占比已提升至 98%。

投资建议: 随消费情绪回暖, 春节前后包装纸销量好于公司预期, 行业亦推动了 1-2 轮涨价, 落地执行情况较好。供给侧箱板瓦楞纸新增产能投放逐步放缓和推迟、进口冲击边际走弱, 预计行业供需关系得到进一步修复, 公司自身对成本控制和上游原材料把控上的优势将逐步凸显, 吨盈利有望继续修复。我们预计公司 FY24/25/26 收入分别为 585.60/651.61/696.29 亿元, 同比分别+3.2%/+11.3%/+6.9%, FY2024 归母净利润为 8.42 亿元, FY25/26 归母净利润分别为 26.77/31.46 亿元, 同比分别+213.0%/+17.4%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

● **风险提示:** 需求不及预期、原材料价格波动风险、产能建设进度不及预期

主要财务指标

会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	56,739	58,560	65,161	69,629
同比增长(%)	-12.1	3.2	11.3	6.9
归母净利润(百万元)	-2,383	842	2,677	3,146
同比增长(%)	-	-	213.0	17.4
毛利率(%)	2.7	9.4	12.2	12.6
净利润率(%)	-	1.5	4.1	4.5
净资产收益率(%)	-	1.8	5.5	6.2
基本每股收益(元)	-0.51	0.18	0.57	0.67

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:人民币百万元

会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	29,454	21,739	20,615	20,071
现金及现金等价物	10,463	4,723	1,951	173
存货	8,856	7,270	7,833	8,333
应收账款	10,016	9,626	10,711	11,446
其它	120	120	120	120
非流动资产	91,197	105,920	116,389	123,507
物业、厂房及设备	86,557	101,281	111,750	118,868
使用权资产	3,019	3,019	3,019	3,019
预付款项	1,013	1,013	1,013	1,013
其它	607	607	607	607
资产总计	120,651	127,659	137,004	143,578
流动负债	28,071	27,740	29,422	31,043
短期借款	13,593	15,631	16,413	17,234
应付账款	14,002	11,632	12,533	13,332
其他	477	477	477	477
非流动负债	47,444	53,921	58,886	61,618
长期借款	43,181	49,658	54,624	57,355
其他	4,263	4,263	4,263	4,263
负债合计	75,515	81,661	88,309	92,660
少数股东权益	485	505	525	545
股东权益合计	44,652	45,494	48,171	50,373
所有者权益合计	45,136	45,998	48,695	50,918
负债及权益合计	120,651	127,659	137,004	143,578

现金流量表

单位:人民币百万元

会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
税前利润	-2,726	1,197	3,372	3,958
折旧和摊销	3,783	4,320	4,766	5,070
营运资金的变动	6,697	-394	-748	-435
经营活动现金流量	6,924	4,787	6,716	7,801
投资活动现金流量	394	514	-	-
融资活动现金流量	11,136	8,516	5,747	2,608
现金净变动	637	-5,740	-2,772	-1,778
现金的期初余额	9,654	10,317	4,577	1,806
现金的期末余额	10,317	4,577	1,806	27

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表

单位:人民币百万元

会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	56,739	58,560	65,161	69,629
营业成本	-55,209	-53,073	-57,181	-60,829
毛利	1,530	5,486	7,980	8,800
其他收入净额	1,403	1,405	1,564	1,671
销售费用	-2,124	-2,137	-2,331	-2,442
管理费用	-2,577	-2,268	-2,381	-2,500
经营活动汇兑净收益	173	-	-	-
经营利润	-1,595	2,487	4,832	5,529
财务费用	-1,127	-1,290	-1,460	-1,571
其他收益及亏损	-4	-	-	-
除税前溢利	-2,726	1,197	3,372	3,958
所得税	355	-335	-674	-792
净利润	-2,371	862	2,697	3,166
少数股东损益	13	20	20	20
归属股东净利润	-2,383	842	2,677	3,146
EPS(元)	-0.51	0.18	0.57	0.67

主要财务比率

会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长性				
营业收入增长率	-12.1	3.2	11.3	6.9
毛利润增长率	-144.5	-255.9	94.3	14.4
归母净利润增长率	-	-	213.0	17.4
盈利能力				
毛利率	2.7	9.4	12.2	12.6
净利率	-	1.5	4.1	4.5
ROE	-	1.8	5.5	6.2
偿债能力				
资产负债率	62.6	64.0	64.5	64.5
流动比率	1.0	0.8	0.7	0.6
速动比率	0.7	0.5	0.4	0.4
营运能力				
资产周转率(次)	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率(次)	5.7	6.1	6.1	6.1
每股资料				
每股收益(元)	-0.51	0.18	0.57	0.67
每股净资产(元)	9.52	9.70	10.27	10.74
估值比率(倍)				
PE	-	19.3	6.1	5.2
PB	0.36	0.36	0.34	0.32

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、北京银行股份有限公司杭州分行、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited.、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进漳州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、乌鲁木齐经济

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、中金公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编:200135

邮箱:research@xyzq.com.cn

北京

地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编:100020

邮箱:research@xyzq.com.cn

深圳

地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编:518035

邮箱:research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址:香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真:(852) 35095929

邮箱:ir@xyzq.com.hk