

玖龙纸业(02689)

报告日期: 2024 年 12 月 17 日

FY24 业绩温和修复，浆纸产能顺利投放

——玖龙纸业点评报告

投资要点

□ 公司 FY2024 实现收入 598.18 亿元（同比+5.16%），归母净利润 7.51 亿元（同比+131.50%），其中 FY24H2 实现收入 292.06 亿元（同比+14.3%），实现归母净利润 4.59 亿元（同比+146%），盈利向上修复。

□ 产销同比增长，业绩温和修复

公司 FY2024 实现销量 1960 万吨（同比+18%），我们测算吨毛利为 293 元/吨（同比+201 元/吨），吨净利为 38 元/吨（同比+182 元/吨），公司期内产销量提升，盈利能力改善。分产品看，FY2024 公司牛卡纸营收为 330 亿元（同比+18%）、占比为 56%，瓦楞纸营收为 135 亿元（同比-7%）、占比 23%，灰底白板纸营收为 81 亿元（同比-31%）、占比 14%，文化纸营收为 41 亿元（同比-12%）、占比 7%，特种纸营收为 6.4 亿元（同比-5%）、占比 1%。FY2024 公司包装纸收入 546 亿元（同比+0.7%），包装纸总销量为 1870 万吨（同比+15%），其中牛卡纸/瓦楞纸/灰底白板纸收入 330/135/81 亿元，同比分别+18%/-7%/-31%，牛卡纸/瓦楞纸/灰底白板纸销量分别 1100/500/270 万吨，同比分别+31%/+2%/-7%，文化用纸总销量为 70 万吨（同比+17%），牛卡纸/瓦楞纸/灰底白板纸/文化用纸吨售价分别为 3003/2690/3018/5906 元，售价同比分别-10%/-9%/-25%/-25%。2024 年初以来箱板瓦楞纸弱势运行为主，虽然纸价同比下滑，但成本下降速度更快，盈利能力有所改善，10 月以来规模纸厂价格促涨较频繁，元旦春节来临下游包装厂积极补库，需求略有改善，预计箱板瓦楞纸行业价格及盈利有望温和向上修复。

□ 现金流同比下降，盈利能力同比改善

FY2024 公司销售毛利率为 9.60%（同比+6.9pct）、归母净利率为 1.25%（同比+5.44pct），期间费用率为 9.79%（同比-0.36pct），其中销售/管理/财务费用率分别为 3.91%/3.59%/2.29%，同比分别+0.17pct/-0.94pct/+0.40pct。公司存货为 101.69 亿元（同比+13.13 亿元），经营性现金流净额为-7.94 亿元（同比-77.19 亿元），资产负债率为 64.96%（同比+2.37pct）。

□ 资本开支降速，配套浆线陆续建设

截至 2024 年 6 月 30 日，公司浆纸总设计产能为 2681 万吨、原料纤维产能 514 万吨，包括 238 万吨木浆、70 万吨再生浆、206 万吨木纤维，造纸产能 2167 万吨，包括牛卡纸产能 1340 万吨、占比 54%，瓦楞纸产能为 370 万吨、占比 15%，灰底白板纸产能为 260 万吨、占比 11%，文化用纸产能 170 万吨、占比 7%，特种纸产能 30 万吨，包装设计产能为 28.6 亿平方米。FY2024 公司资本开支为 128 亿元（同比-49 亿元）。新增纸浆产能方面，公司广西北海基地 110 万吨化学阔叶浆于 24Q3 投产，北海基地 24Q1 投产 20 万吨化机浆、24Q3 投产 60 万吨化机浆，2025 年湖北基地新增 135 万吨浆产能，湖北 70 万吨化机浆计划在 2025Q2 投产、65 万吨化学阔叶浆预计在 2025Q2 投产，2024-2025 年广西及湖北基地合计增加木浆 305 万吨产能。新增造纸产能方面，公司广西北海基地 120 万吨白卡纸已于 2024Q3 投产，2025 年广西北海基地 70 万吨文化纸预计在 2025Q2 投产，湖北荆州基地 60 万吨文化纸预计在 2025Q1 投产，湖北荆州基地白卡纸 120 万吨产能计划在 2025Q2 投产，2024-2025 年广西及湖北新增白卡纸及文化纸共 370 万吨造纸产能。2025 年底投产完成后，公司原料纤维总设计年产能将达到 819 万吨（包括木浆 543 万吨、再生浆 70 万吨、木纤维 206 万吨），造纸总设计年产能将达到 2537 万吨。上游原料浆配套基本完全自给，有望支撑白卡纸、文化纸、牛卡纸产品盈利向上。

□ 盈利预测与估值

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师：洪百慧

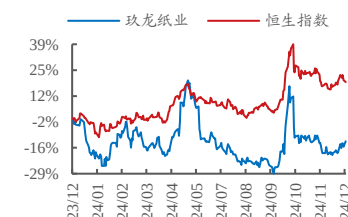
执业证书号：S1230524090012

hongbaihui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$3.40
总市值(百万港元)	15,953.55
总股本(百万股)	4,692.22

股票走势图



相关报告

- 《23H2 产销增长亮眼，业绩扭亏为盈，24 年有望修复》
2024.03.06
- 《FY24H1 扭亏为盈，盈利中枢向上修复》
2024.02.06
- 《23H1 边际改善，期待提价落地驱动 23H2 向上》
2023.09.08

预计 25/26/27 财年公司实现营收 668/782/818 亿元，同比+12%/+17%/+5%，归母净利润 13.20/20.15/26.06 亿元，同比分别+76%/+53%/+29%，对应 PE 分别 11/7/6X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

行业集中投产，需求修复不及预期，进出口政策变化

财务摘要

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	59496	66768	78161	81796
(+/-) (%)	4.86%	12.22%	17.06%	4.65%
归母净利润	751	1320	2015	2606
(+/-) (%)	131.50%	75.81%	52.67%	29.35%
每股收益(元)	0.16	0.28	0.43	0.56
P/E	18.81	11.19	7.33	5.67

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值
资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	36,313	34,909	40,396	49,695
现金	10,561	8,737	12,581	21,626
应收账款及票据	8,482	8,638	8,731	9,445
存货	10,169	10,577	12,524	10,248
其他	7,101	6,957	6,559	8,376
非流动资产	102,059	106,970	107,960	106,870
固定资产	94,897	99,803	100,805	99,715
无形资产	2,499	2,499	2,499	2,499
其他	4,663	4,668	4,656	4,657
资产总计	138,371	141,878	148,356	156,565
流动负债	31,209	26,306	24,902	23,977
短期借款	14,852	10,467	7,703	5,887
应付账款及票据	11,266	10,611	10,712	11,359
其他	5,091	5,228	6,487	6,731
非流动负债	58,678	65,741	71,560	78,002
长期债务	52,327	59,390	65,209	71,650
其他	6,351	6,351	6,351	6,351
负债合计	89,887	92,047	96,462	101,978
普通股股本	481	481	481	481
储备	45,118	46,438	48,453	51,059
归属母公司股东权益	45,166	46,485	48,500	51,107
少数股东权益	3,319	3,346	3,393	3,481
股东权益合计	48,484	49,831	51,893	54,587
负债和股东权益	138,371	141,878	148,356	156,565

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(794)	3,481	5,137	6,808
净利润	751	1,320	2,015	2,606
少数股东权益	43	27	47	87
折旧摊销	3,434	3,015	3,107	3,105
营运资金变动及其他	(5,022)	(880)	(32)	1,009
投资活动现金流	(12,656)	(6,480)	(2,797)	(690)
资本支出	(12,819)	(7,922)	(4,108)	(2,015)
其他投资	163	1,442	1,311	1,325
筹资活动现金流	13,666	1,175	1,504	2,926
借款增加	10,406	2,677	3,055	4,625
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	(1,503)	(1,552)	(1,699)
其他	3,260	(0)	0	(0)
现金净增加额	243	(1,824)	3,844	9,045

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	59,496	66,768	78,161	81,796
其他收入	321	220	258	270
营业成本	53,785	60,163	69,301	71,732
销售费用	2,339	2,382	2,929	3,066
管理费用	2,150	2,616	3,146	3,151
研发费用	0	0	0	0
财务费用	1,367	1,503	1,552	1,699
除税前溢利	1,238	1,621	2,642	3,588
所得税	444	274	580	894
净利润	794	1,347	2,062	2,694
少数股东损益	43	27	47	87
归属母公司净利润	751	1,320	2,015	2,606
EBIT	1,544	1,827	3,043	4,117
EBITDA	4,978	4,842	6,150	7,222
EPS (元)	0.16	0.28	0.43	0.56

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.86%	12.22%	17.06%	4.65%
归属母公司净利润	131.50%	75.81%	52.67%	29.35%
获利能力				
毛利率	9.60%	9.89%	11.34%	12.30%
销售净利率	1.26%	1.98%	2.58%	3.19%
ROE	1.66%	2.84%	4.15%	5.10%
ROIC	0.86%	1.27%	1.90%	2.34%
偿债能力				
资产负债率	64.96%	64.88%	65.02%	65.13%
净负债比率	116.78%	122.65%	116.26%	102.43%
流动比率	1.16	1.33	1.62	2.07
速动比率	0.83	0.92	1.11	1.64
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.48	0.54	0.54
应收账款周转率	9.19	7.80	9.00	9.00
应付账款周转率	5.14	5.50	6.50	6.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.28	0.43	0.56
每股经营现金流	(0.17)	0.74	1.09	1.45
每股净资产	9.63	9.91	10.34	10.89
估值比率				
P/E	18.81	11.19	7.33	5.67
P/B	0.31	0.32	0.30	0.29
EV/EBITDA	14.21	15.67	12.21	9.79

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>