

公司研究報告

2018年2月22日

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

李文傑

研究員

mkli@sinopac.com

伍其峰

研究員

dkfng@sinopac.com

黃景成

研究員

gary.wong@sinopac.com

股票資料

股份編號:	2689.HK
市價:	HKD11.90
市值:	約 HKD550 億
52 周低/高位:	HKD7.40-17.42
市盈率:	10.3 倍
股息率:	3.0% (2017 年)

玖龍紙業(2689.HK)

公司簡介

- 玖龍紙業是國內產能最大的箱板原紙生產商，產品包括卡紙、高強瓦楞芯紙、塗布灰底白紙板及文化紙。16/17 財政年度總設計產能 13.7 百萬噸，銷售量約 13.0 百萬噸。
- 公司於去年 12 月 15 日發盈喜，預期截至去年 12 月底止中期，若撇除經營和融資活動的滙兌虧損，股東應佔盈利按年增長不低於 90%，因產品的售價增加及利潤率較好所致。若撇除經營和融資活動的滙兌虧損 8,750 萬元（人民幣，下同），去年同期錄得盈利 20.02 億元。
- 集團將於 2 月 26 日（下週一）公佈 17/18 年度中期業績。

圖 1：玖龍紙業股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

環保政策帶動行業整合，利好龍頭企業

- 自 2017 年以來，造紙企業多次加價，成功把不斷上漲的成本轉嫁給消費者。受價格上漲改善盈利能力的關係，紙企的業績受惠於行業景氣而改善，不論於本港或內地上市的多家紙企已發盈喜。
- 行業景氣歸功於供給側改革及環保政策，未能符合環保標準的落後產能被迫淘汰，面對需求增長及供應緊拙的情況下，紙品價格不斷上漲，而在這個行業整合過程中，比較大型的廠商在環保合規上有優勢，從而能夠提升龍頭企業於市場的集中度。
- 環保屬內地政策的大方向，預料相關政策將會繼續收緊，繼續利好龍頭企業。2018 年 1 月 1 日開始實施《環境保護稅法》，當局會根據企業實際的排污度而徵收稅項，此外還有環保督查以及排污許可證制度，大型企業在環保合規上享有規模效應，相反比較小型的紙企則面對較大挑戰。

限制進口廢紙配額

- 廢紙是製作紙品的原料，紙企對廢紙有一定的需求，但國內的廢紙回收制度並不完善，廠商需要從國外進口廢紙才能確保有穩定的原料供應。內地環保部加強限制進口廢紙配額，今年獲得配額的紙企數量大減，主要對小型紙企影響較大，龍頭企業仍然獲得大額配額，擴大這方面的優勢。
- 去年 12 月底，環保部公佈今年第一批固體廢物原料進口許可證獲批名單，獲批的紙企數量按年減少約 88.5% 至 15 間，批出的進口廢紙額度約 226.6 萬噸，當中玖龍紙業獲得配額 109.4 萬噸，佔總量的 48.3%。
- 除了減少進口廢紙配額，環保局亦提高了進口廢紙的含雜率標準和進口紙企的環保標準門檻，今年 3 月開始，未經分類的廢紙一律禁止進口，進口廢紙量下跌，導致廢紙價格水漲船高。
- 玖龍紙業於行內擁有競爭優勢，議價能力較強，可透過提高產品價格，把成本轉嫁給消費者，預料玖龍紙業於這方面的優勢能持續。

圖 2：進口廢紙配額

	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批
2017 年配額(噸)	26,128,531	304,640	326,800	151,300	39,300	187,450
2018 年配額(噸)	2,265,673	344,291	466,301	1,114,626	407,945	278,925
按年變幅(%)	-91.3%	13.0%	42.7%	636.7%	938.0%	48.8%
2017 年玖龍紙業獲得配額佔總量(%)	31.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.3%
2018 年玖龍紙業獲得配額佔總量(%)	48.3%	0.0%	28.0%	41.3%	0.0%	34.4%

資料來源：中國固廢化學品管理網，永豐金證券(亞洲)

圖 3：獲批的紙企數量

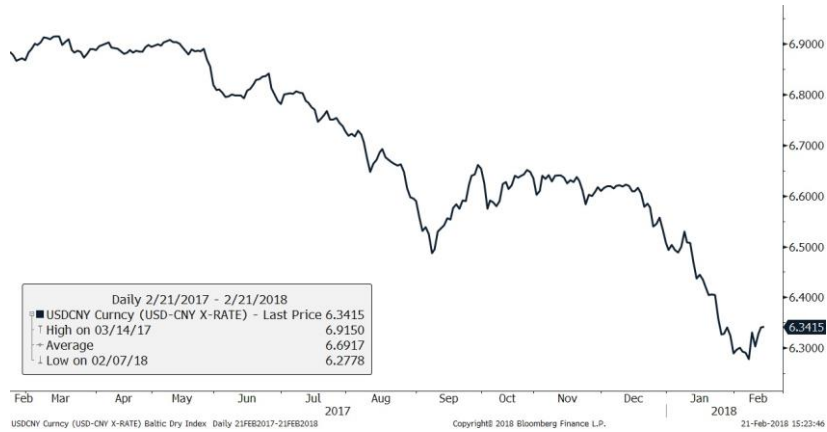
	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批
2017 年	130	15	14	4	14	4
2018 年	15	3	7	20	7	20

資料來源：中國固廢化學品管理網，永豐金證券(亞洲)

我們的看法

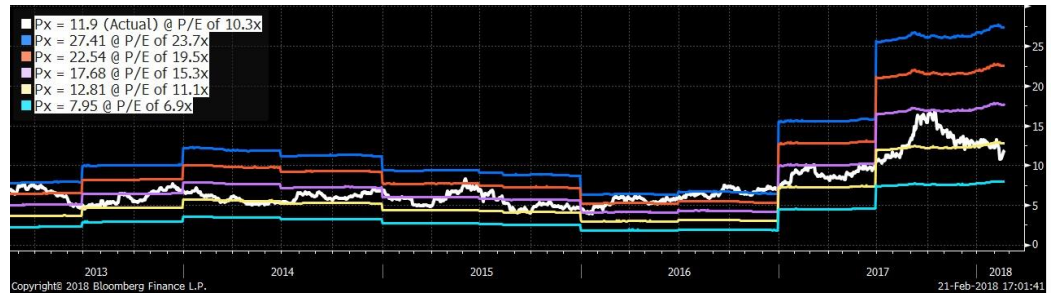
- 環保屬於內地重點政策，預料相關政策將會持續收緊。原材料及環保合規成本上漲，未能符合環保標準的較小型紙企被淘汰，導致行業集中度提高，龍頭紙企提價跟上成本漲幅，提升盈利能力，預料玖龍紙業能夠維持本身的競爭優勢。
- 人民幣升值使進口廢紙成本有所減少亦是利好因素之一。過去一年人民幣持續升值（圖 5），踏入 2018 年升幅擴大，如匯價能夠維持強勢甚至再上漲，將會進一步降低玖龍紙業的原材料成本。
- 現時玖龍紙業估值便宜，10.3 倍的市盈率低於過去五年平均約 15.3 倍的市盈率（圖 6）。股價於 2 月初跟隨大市大幅調整後反彈幅度溫和，我們認為是良好的買入機會。

圖 5：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

圖 6：玖龍紙業過去五年市盈率



資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

圖 7：同業比較

股份編號	公司	市值 (億元港幣)	股價(2018年2月21日)	預期市盈率(倍)
2689	玖龍紙業	556.2	11.90	6.7
2314	理文造紙	390.2	8.67	8.0
1812	晨鳴紙業	338.5	13.48	5.5
2002	陽光紙業	18.8	2.30	N/A

資料來源：彭博，公司資料，永豐金證券(亞洲)

風險

- 當局放寬環保措施，新增產能加入市場使紙品價格受壓，影響公司的盈利能力。
- 進口廢紙加價及人民幣匯價大幅下跌，使原材料成本上升。

表 1：損益表（人民幣千元，除非另有註明）

	FY14	FY15	FY16	FY17
收益	28,928,740	30,092,546	32,092,770	39,154,808
銷售成本	(24,177,648)	(25,376,141)	(26,231,444)	(31,178,547)
毛利	4,751,092	4,716,405	5,861,326	7,976,261
其他收入	218,117	154,644	590,954	681,674
匯兌虧損	-	(7,130)	(337,597)	(117,037)
出售附屬公司虧損	-	(26,640)	-	-
銷售及市場推廣成本	(525,666)	(679,147)	(736,018)	(837,882)
行政開支	(820,670)	(917,743)	(1,047,598)	(1,142,334)
經營利潤	3,622,873	3,240,389	4,331,067	6,560,682
財務收入	70,355	130,164	138,740	106,689
財務費用	(1,573,484)	(1,521,802)	(1,410,310)	(1,065,955)
融資活動匯兌收益/虧損	-	67,235	(1,434,494)	(282,588)
應佔聯營公司盈利	37,509	39,487	42,430	116,170
稅前利潤	2,157,253	1,955,473	1,667,433	5,434,998
所得稅開支	(370,303)	(499,184)	(518,054)	(1,025,364)
年度利潤	1,786,950	1,456,289	1,149,379	4,409,634
非控股權益	(31,778)	(44,769)	(27,637)	(25,966)
本公司權益持有人	1,755,172	1,411,520	1,121,742	4,383,668

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息（人民幣，除非另有註明）

	FY14	FY15	FY16	FY17
每股盈利(基本)	0.38	0.30	0.24	0.94
每股盈利(攤薄)	0.38	0.30	0.24	0.94
每股派息	0.08	0.07	0.10	0.30
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.9%
派息比率	21.3%	23.1%	41.6%	32.0%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 3：增長

	FY14	FY15	FY16	FY17
收益增長	0.7%	4.0%	6.6%	22.0%
毛利率	16.4%	15.7%	18.3%	20.4%
毛利增長	3.1%	-0.7%	24.3%	36.1%
純利率	6.1%	4.7%	3.5%	11.2%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY14	FY15	FY16	FY17
市盈率(倍)	11.2	17.9	21.0	9.6
市帳率(倍)	0.8	1.0	0.9	1.4

資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

表 5：財務狀況表（人民幣千元，除非另有註明）

	FY16	FY17
非流動資產		
物業、廠房及設備	44,860,821	46,415,144
土地使用權	1,521,765	1,520,792
無形資產	245,275	230,664
於聯營公司之權益	65,759	119,749
其他應收款項及預付款項	47,500	21,305
遞延所得稅資產	15,884	2,425
	46,757,004	48,310,079
流動資產		
存貨	3,605,520	4,679,114
貿易及其他應收款項	4,597,675	5,399,248
其他應收款項及預付款	954,649	1,220,678
可退回稅項	46,665	50,103
受限制現金及短期銀行存款	327,642	34,833
現金及現金等價物	11,002,470	6,472,756
	20,534,621	17,856,732
總資產	67,291,625	66,166,811
流動負債		
應付貿易賬款及應付票據	4,097,964	2,291,195
其他應付款項及客人墊款	1,315,229	1,842,678
即期所得稅負債	434,853	565,855
貸款及衍生金融工具	11,993,998	12,116,126
	17,842,044	16,815,854
非流動負債		
貸款	20,852,384	16,832,996
遞延稅項負債及其他應付款項	2,176,336	2,433,172
	23,028,720	19,266,168
負債總額	40,870,764	36,082,022
權益		
股本及股份溢價	9,208,587	9,208,587
其他儲備	1,240,359	1,323,109
保留盈利	14,777,793	15,542,523
	25,226,739	26,074,219
非控股權益	298,790	346,642
權益總額	25,525,529	26,420,861
權益及負債總額	65,033,673	67,291,625
資產總額減流動負債	47,274,750	49,449,581
流動資產淨值	468,972	2,692,577

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 2 月 22 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。