

今日焦點:

► 玖龍紙業 (2689 HK, 9.15港元, 449億港元) - 1H26盈利強勁增長 受成本控制帶動

1H26業績表現強勁 - 玖龍紙業為中國領先的造紙企業，專注從事包裝紙、高檔文化用紙及紙製品業務。公司公佈截至2025年12月31日止六個月（1H26）業績表現強勁，收入達372億元人民幣，同比增長11.2%。毛利率擴闊490個基點至14.4%，純利同比大幅增長225%至22.1億元人民幣。純利增長主要受產品銷量及售價上升，以及原材料成本下降共同推動。期內銷量達1,240萬噸，同比增長8.3%，連續三年創產量新高。平均售價逆市同比上升2.7%，帶動收入穩健增長。

表 1: 1H26 主要財務數據

RMB'mn	1H26	1H25	按年變動
收入	37,220.8	33,464.6	11.2%
毛利潤	5,347.2	3,194.3	67.4%
毛利率	14.4%	9.5%	+490 bps
淨利潤	2,211.7	680.3	225.1%
權益持有人應佔盈利	1,966.5	469.6	318.8%
每股基本盈利 (人民幣元)	0.42	0.1	320.0%

資料來源: 公司數據、Sunwah Kingsway

漿紙一體化帶動利潤率提升 - 公司推行以自產木漿替代外購漿板及部分廢紙原料的漿紙一體化戰略漸見成效。自產漿佔比提升顯著降低原材料成本，減少對木漿價格波動的風險敞口，成本控制更具韌性。配合售價上升，共同支撐毛利率顯著提升。

擴產項目如期推進 - 公司一體化產能擴張計劃如期進行。截至2025年12月31日，纖維原料及造紙總設計年產能分別約達820萬噸及2,540萬噸。隨著北海及荊州擴產項目相繼完成，年產纖維原料產能將增至1,070萬噸（造紙產能維持2,540萬噸），自給率將由目前的32%提升至42%，進一步加強成本控制。

我們的觀點 - 隨著漿紙一體化戰略及產能擴張推進，玖龍紙業將能更有效控制原材料成本，藉以進一步提升利潤率。展望未來，政府推行擴內需政策，加上「以紙代塑」環保趨勢，預期將推動造紙行業供需格局改善。該股現價對應11.7倍預期市盈率 (FY26E)。(研究部)

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,765	0.7%	4.4%
中資企業指數	9,034	0.3%	1.4%
紅籌指數	4,466	0.5%	11.2%
滬深300指數	4,735	0.6%	2.3%
上海A股	4,349	0.7%	5.7%
上海B股	268	0.1%	5.7%
深圳A股	2,873	1.2%	8.5%
深圳B股	1,241	-0.7%	-1.9%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,482	0.6%	3.0%
標普500	6,946	0.8%	1.5%
美國納斯達克指數	23,152	1.3%	-0.4%
日經平均指數	59,121	0.9%	17.4%
英國富時指數	10,806	1.2%	8.8%
法國證商公會指數	8,559	0.5%	5.0%
德國法蘭克福指數	25,175	0.8%	2.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,164	0.4%	20.1%
銅價 (美元/盎司)	3,064	1.0%	20.5%
銀價 (美元/盎司)	89	2.4%	24.4%
原油 (美元/桶)	65	-0.3%	14.6%
銅價 (美元/盎司)	13,322	3.5%	7.2%
鋁價 (美元/盎司)	3,170	2.6%	5.8%
鎳價 (美元/盎司)	2,289	5.2%	11.7%
鎘價 (美元/盎司)	3,388	1.0%	8.7%
小麥 (美分/蒲式耳)	565	-0.7%	11.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	442	0.4%	-1.4%
糖 (美分/磅)	73	-1.7%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,165	1.3%	9.8%
PVC (美元/噸)	4,959	0.6%	10.8%
CRB 指數	311	0.4%	3.0%
BDI			13.4%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	156.4	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.0	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.2		184.7	1.1	8.1
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	202.4		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.8	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-8.6%

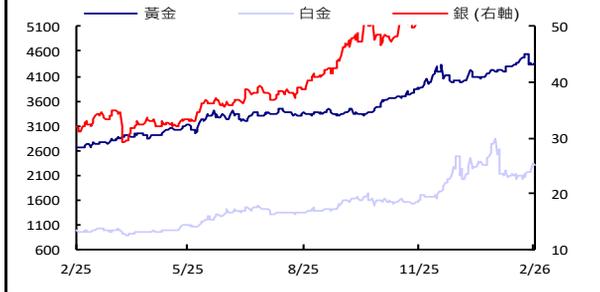
表 2: 新增產能擴建項目

項目	新增年產能 (百萬噸)	預計完成時間
木漿項目		
- 湖北荊州 (化學機械漿)	0.7	2025年8月(已完成)
- 重慶 (化學漿)	0.7	2026年第四季
- 天津 (化學漿)	0.5	2026年第四季
- 廣西北海 (化學漿)	0.8	2027年第二季
- 廣東東莞 (化學漿)	0.5	2027年第三季
總計	3.2	
造紙項目		
- 廣西北海 (文化紙)	0.35	2025年7月(已完成)
- 湖北荊州 (文化紙)	0.35	2025年10月(已完成)
- 白卡紙	1.2	2025年8月(已完成)
總計	1.9	

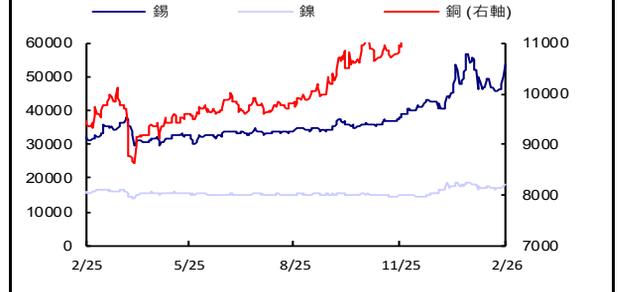
資料來源: 公司數據、Sunwah Kingsway

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

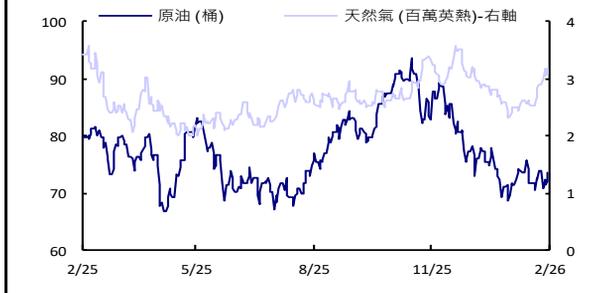
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4341	8.8	8.8	62.6
白金 (盎司)	2332	14.6	14.6	138.8
銀 (盎司)	91	28.9	28.9	181.9



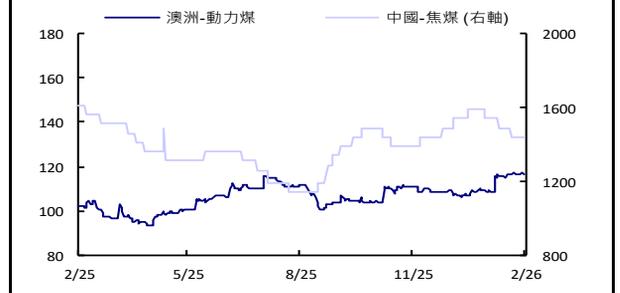
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13323	7.2	7.2	40.8
鎳 (噸)	18085	8.6	8.6	16.1
錫 (噸)	53698	32.4	32.4	65.7



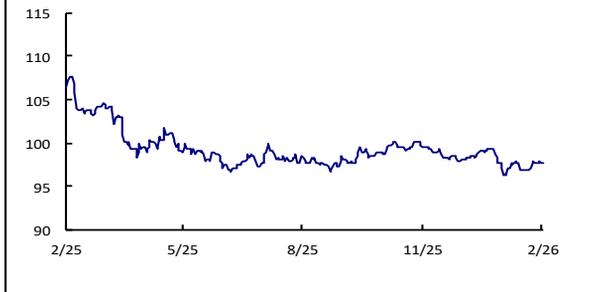
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	65.4	13.9	13.9	(4.7)
天然氣 (百萬英熱)	3.0	(19.5)	(19.5)	(24.0)



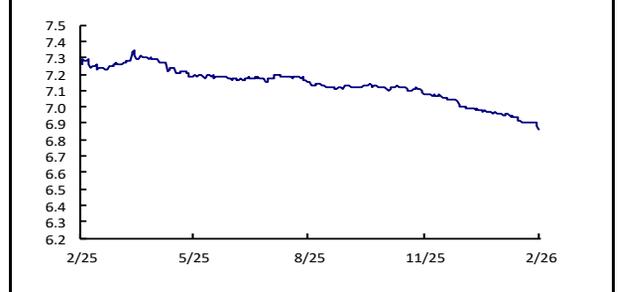
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	(6.5)	(6.5)	(10.6)
澳洲動力煤 (US\$/t)	116.2	8.1	8.1	13.5



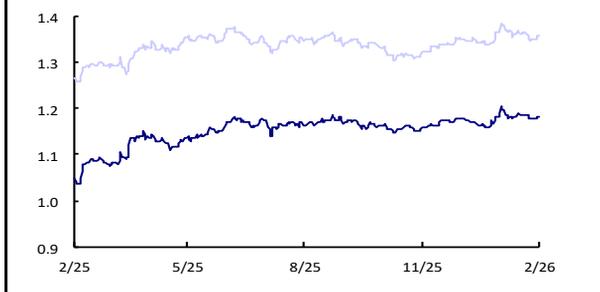
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	97.7	(0.6)	(0.6)	(8.2)



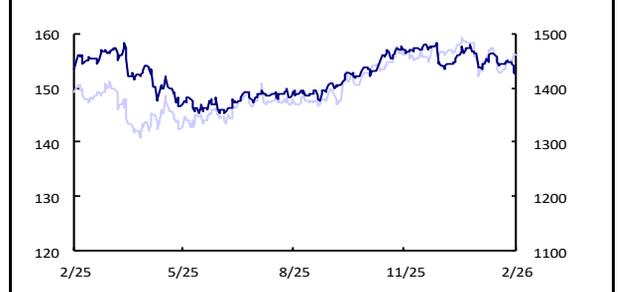
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(18)	(18)	(5.5)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.5	0.5	12.6
英鎊	1.4	0.6	0.6	7.0



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	156.4	(0.2)	(0.2)	4.9
韓圓	1427.2	(12)	(12)	(0.4)



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		26年2月26日
生產者物價指數	月		26年2月27日
採購經理人指數	月		26年3月2日
就業報告	月		26年3月6日
零售業銷售額	月		26年3月6日
成屋銷售量	月		26年3月10日
消費者物價指數	月		26年3月11日
貿易收支	月		26年3月12日
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
國內生產毛額	季		26年3月13日
工業生產指數	月		26年3月16日
工廠訂單	月		26年3月18日
批發庫存	月		26年3月19日
消費者信心指數	月		26年3月31日
新屋銷售	月		26年3月19日
商業庫存	月		26年3月6日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		26年2月27日
M2貨幣供應量	月		26年2月27日
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
國內生產毛額	季		26年5月5日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam