

强烈推荐-A (维持)

岳阳林纸 600963.SH

目标估值: NA 元
当前股价: 8.84 元
2017年03月29日

造纸主业景气助力业绩改善, 环保PPP新增长点蓄势待发

基础数据

上证综指	3241
总股本(万股)	104316
已上市流通股(万股)	104316
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	92
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	0.5
资产负债率	63.1%
主要股东	泰格林纸集团股份有
主要股东持股比例	37.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	8	31
相对表现	1	0	22



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岳阳林纸(600963)——重视未来PPP项目订单带来的业绩弹性》2016-09-07
- 2、《岳阳林纸(600963)——业绩符合预期, 国改助力经营好转》2016-08-11
- 3、《岳阳林纸(600963)——16年林业业务弹性或将扩大》2016-05-02

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕

021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

事件:

公司公告 2016 年全年业绩, 公司实现营业收入 47.99 亿元, 同比下降 19.07%; 净利润 2823 万元, 扭亏为盈。其中四季度单季实现营收 13.48 亿元, 环比增长 27.4%, 净利润 969 万元, 环比增长 97.8%。

评论:

1、湘江纸业停产&骏泰剥离致收入大度减少, 行业高景气助力四季度业绩大增

包装用纸实现收入 0.88 亿元, 同比减少 80.3%; 印刷用纸实现收入 30.06 亿元, 同比减少 1.6%; 工业用纸实现收入 4.68 亿元, 同比减少 3.3%; 办公用纸实现收入 27.46 亿元, 同比减少 9.3%; 商品浆板实现收入 6.08 亿元, 同比减少 49.1%。包装用纸营收大幅降低的主要原因是子公司湘江纸业停产搬迁, 而商品浆板营收大度下降的原因是 2015 年公司剥离了子公司骏泰浆纸生产的商品浆板的业务所致。公司在 2016 年全方位收缩各纸种的产销量, 为将来定增实施后公司的积极转型做准备, 四季度受益于全行业高景气, 公司的造纸主业盈利能力持续提升, 助力公司全年扭亏为盈。

2、收购凯胜园林将获环保 PPP 资质, 大股东国企改革龙头助力公司订单获取

2016 年 11 月公司定增方案过会, 以 6.46 元/股价格募集资金 22.9 亿元, 用于收购凯胜园林和补充流动资金, 目前静待取得批文完成发行, 本次定增实施后, 公司一方面获得了新增园林工程施工、园林景观规划设计、绿化养护等业务, 另一方面公司取得了环保 PPP 资质, 未来可以参与环保 PPP 项目。公司大股东诚通集团是国有资本运营公司试点, 岳阳林纸作为诚通集团旗下运营环保 PPP 项目的平台, 依靠大股东的政府关系和凯胜园林的优秀资质有望持续获得 PPP 订单, 公司环保 PPP 业务将成为公司新的盈利增长点。

3、未来两年明确增长, 维持“强烈推荐-A”评级

传统主业方面, 我们看好造纸全行业的景气度, 公司有望延续四季度单季的良好经营业绩。环保 PPP 方面, 我们看好公司定增项目实施后, 公司获取订单和运营 PPP 项目的的能力, PPP 业务有望成为公司新的业绩增长点。预计公司考虑增发摊薄和收购凯胜园林后的 PPP 业务收入后, 2017、2018、2019 年净利润分别为 3.53、5.68、6.50 亿元, 业绩分别同比增长 1151%、61%、15%, 维持“强烈推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5929	4799	8097	14561	19496
同比增长	-10%	-19%	69%	80%	34%
营业利润(百万元)	(589)	(81)	451	802	936
同比增长	86%	-86%	-654%	78%	17%
净利润(百万元)	(390)	28	353	568	650
同比增长	-3100%	-107%	1151%	61%	15%
每股收益(元)	(0.37)	0.03	0.25	0.41	0.46
PE	-23.6	326.7	35.0	21.8	19.0
PB	1.8	1.8	2.1	1.9	1.8

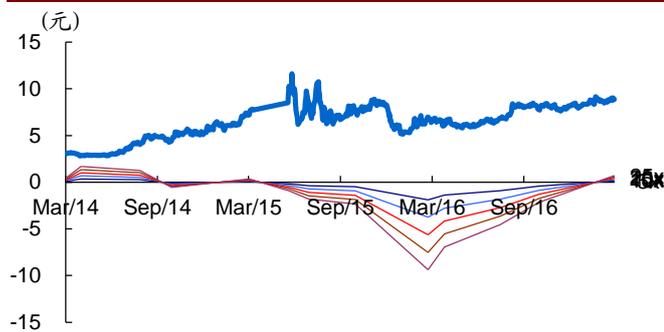
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 20X

公司	股价		EPS			PE			PB	ROE
	2017/3/28	15	16E	17E	15	16E	17E	(LF)	(%)	
中顺洁柔	18.75	0.18	0.54	0.69	107.4	37.8	27.0	3.5	9.63	
华泰股份	5.89	0.06	0.14	0.34	106.5	41.4	17.5	1.1	2.57	
博汇纸业	4.81	0.03	0.15	0.39	166.8	31.9	12.4	1.6	5.01	
晨鸣纸业	12.20	0.50	0.99	1.26	23.1	11.5	9.7	1.3	10.56	
景兴纸业	6.51	0.01	0.29	0.32	611.9	22.2	20.4	2.2	9.80	
岳阳林纸	8.83	-0.37	0.03	0.29	-23.6	326.3	31.0	1.8	0.54	
山鹰纸业	3.51	0.06	0.08	0.17	76.4	46.7	20.4	1.9	4.44	
平均	8.65	0.07	0.32	0.49	152.7	74.0	19.8	1.9	6.08	

资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 岳阳林纸历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 岳阳林纸历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《岳阳林纸 (600963) —重视未来 PPP 项目订单带来的业绩弹性》2016-09-07
- 2、《岳阳林纸 (600963) —业绩符合预期, 国改助力经营好转》2016-08-11
- 3、《岳阳林纸 (600963) —16 年园林业务弹性或将扩大》2016-05-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7434	7451	11881	21444	29060
现金	793	392	638	1147	1857
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	508	326	550	989	1324
应收款项	988	808	1331	2394	3206
其它应收款	67	464	783	1407	1884
存货	4834	4713	7349	13289	17820
其他	245	749	1230	2217	2970
非流动资产	8115	6777	6273	5810	5384
长期股权投资	31	30	30	30	30
固定资产	4916	4465	4034	3635	3267
无形资产	734	715	644	579	521
其他	2435	1566	1566	1565	1565
资产总计	15550	14228	18154	27254	34444
流动负债	7532	7114	10332	18969	25680
短期借款	3161	3469	6401	12520	17309
应付账款	861	797	1245	2252	3020
预收账款	92	128	200	363	486
其他	3419	2719	2485	3835	4864
长期负债	2793	1862	1862	1862	1862
长期借款	1363	952	952	952	952
其他	1430	910	910	910	910
负债合计	10325	8975	12193	20831	27541
股本	1043	1043	1398	1398	1398
资本公积金	4051	4051	4051	4051	4051
留存收益	130	159	512	974	1453
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5225	5253	5961	6423	6903
负债及权益合计	15550	14228	18154	27254	34444

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	937	(1922)	(4977)	(3060)
净利润	(390)	28	353	568	650
折旧摊销	542	384	417	376	339
财务费用	388	198	378	622	944
投资收益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(526)	335	(3080)	(6571)	(5013)
其它	1	(1)	16	35	26
投资活动现金流	(110)	(96)	88	88	88
资本支出	(31)	(84)	88	88	88
其他投资	(79)	(11)	0	0	0
筹资活动现金流	249	(1306)	2080	5398	3681
借款变动	249	(589)	2097	6119	4789
普通股增加	0	(0)	355	0	0
资本公积增加	222	(0)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(106)	(170)
其他	(222)	(716)	(372)	(615)	(938)
现金净增加额	149	(464)	246	509	709

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5929	4799	8097	14561	19496
营业成本	5123	3993	6237	11279	15124
营业税金及附加	29	38	64	115	153
营业费用	259	202	341	614	822
管理费用	620	375	632	1137	1523
财务费用	444	203	378	622	944
资产减值损失	48	76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	6	6	6
营业利润	(589)	(81)	451	802	936
营业外收入	212	127	127	127	127
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	(379)	42	574	925	1060
所得税	11	14	221	357	410
净利润	(390)	28	353	568	650
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(390)	28	353	568	650
EPS (元)	(0.37)	0.03	0.25	0.41	0.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	-19%	69%	80%	34%
营业利润	86%	-86%	-654%	78%	17%
净利润	-3100%	-107%	1151%	61%	15%
获利能力					
毛利率	13.6%	16.8%	23.0%	22.5%	22.4%
净利率	-6.6%	0.6%	4.4%	3.9%	3.3%
ROE	-7.5%	0.5%	5.9%	8.8%	9.4%
ROIC	-1.5%	0.7%	3.8%	4.4%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	63.1%	67.2%	76.4%	80.0%
净负债比率	29.6%	36.9%	40.5%	49.4%	53.0%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.0
应收帐款周转率	6.5	5.3	7.6	7.8	7.0
应付帐款周转率	4.8	4.8	6.1	6.4	5.7
每股资料 (元)					
每股收益	-0.37	0.03	0.25	0.41	0.46
每股经营现金	0.01	0.90	-1.37	-3.56	-2.19
每股净资产	5.01	5.04	4.26	4.59	4.94
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.12	0.14
估值比率					
PE	-23.6	326.7	35.0	21.8	19.0
PB	1.8	1.8	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	-1063.7	-844.3	-327.9	-226.9	-184.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

研究助理：郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。