

公司研究/公告点评

2017年04月01日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.76  
合理价格区间(元): 10.50~12.25

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

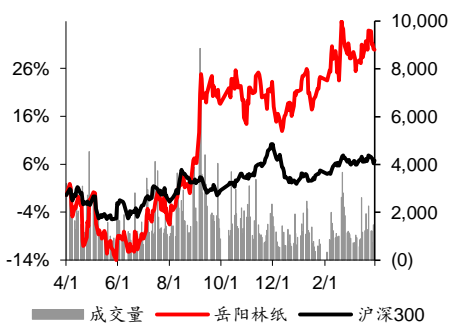
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《岳阳林纸(600963):收购凯胜切入园林, 国改激发内生动力》2016.11
- 2 《岳阳林纸(600963):财务费用上升影响业绩发挥, 大股东支持改善现金流》2012.03
- 3 《岳阳林纸(600963):废纸价格上涨导致毛利率下滑-2011 中报点评》2011.08

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,043
流通 A 股 (百万股)	1,043
52 周内股价区间 (元)	5.81-9.16
总市值 (百万元)	9,138
总资产 (百万元)	14,228
每股净资产 (元)	5.04

资料来源: 公司公告

# 定增已拿批文, 生态央企待腾飞

## 岳阳林纸(600963)

### 资产置换效果显现, 业绩基本符合预期

2016 年公司实现营收 47.99 亿元, 同比下滑 19.07%, 完成年初计划数的 89.13%, 主要是并表范围变更导致, 原全资子公司骏泰纸业置出上市公司。去年公司实现归母净利润 0.28 亿元, 扭亏为盈, 同比增长 107.24% (扣非后增长 72.11%), 符合业绩预告区间, 业绩增长较弱主要是永州湘江纸业搬迁停机导致亏损 0.86 亿元。我们预计随着造纸行业环保督查力度的升级, 行业供给侧改革有望持续推进, 造纸业务供求将改善。目前公司已宣布办公用纸、工业用纸和印刷用纸均提价, 今年造纸盈利进一步增强。

### 期间费用因搬迁大幅下降, 盈利能力显著提升

公司 2016 年综合毛利率同比提升 3.2 个百分点至 16.79%, 主要受益于资产置换及湘江纸业停机搬迁。骏泰浆纸置出上市公司, 亏损因素消除, 经营现金大幅增加实现净流入 9.37 亿元; 置入的安泰、恒泰及宏泰公司, 对应的化工建造业务规模小但盈利能力较好。受湘江纸业关停影响, 其包装用纸收入由 2015 年 4.46 亿元下降至 0.88 亿元, 同时期间费用大幅减少, 16 年期间费用率同比下降 6.07 个百分点至 16.25%, 其中管理费用率下降 2.65 个百分点至 7.81%, 财务费用率下降 3.25 个百分点至 4.23%。公司净利率 0.19%, ROE 0.54%, 资产负债率连续第三年下降至 63.08%。

### 拿到增发批文, 进军园林生态迎来高成长降低负债

公司此次增发拟以 6.46 元发行不超过 3.55 亿股, 募资不超过 22.9 亿元。其中 9.34 亿元用于收购凯胜园林, 13 亿元还贷。此次收购凯胜园林是公司着力发展生态景观大产业的重要举措之一, 未来转型发展方向是成为城市生态环境投资运营综合服务商。我们认为生态市场空间广阔, 公司业绩有望迎来快速成长。目前公司带息负债接近 70 亿元, 15 年之前财务费用率年均 7.5% 以上, 严重制约公司业务拓展及业绩增长, 此次增发还贷及补流将大幅增强公司的资金实力, 降低相关财务费率和负债率。

### 背靠诚通集团, 首批国改试点/员工持股强化内生增长动力

公司实际控制人诚通集团已被确定为央企国有资本运营公司试点企业, 近年来国资国企改革进程加速推进, 首期 1000 亿元诚通基金已积极参与中国中冶等上市央企的重组运作和再融资, 我们预计此次增发完成后实控人也将加大对公司转型生态产业的支持力度。公司此次增发包括员工持股计划认购 610 万股, 员工与公司利益绑定统一, 将进一步激发内生增长动力。

### 转型生态大产业有望加速, 维持“增持”评级

2017 年度公司计划实现营业收入约 57 亿元, 我们统计的诚通集团及公司已签 PPP 协议近 500 亿元, 此次增发后公司将加速转型发展大生态产业, 提升盈利能力。因此我们上调公司 17/18 年 EPS 0.04/0.05 元及相应目标价格, 未来三年 EPS 0.24/0.35/0.46 元 (增发摊薄后), 认可给予 18 年 30-35xPE, 对应合理价格区间 10.50-12.25 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 生态转型落地慢、PPP 项目盈利下降、纸业价格异常下降等。

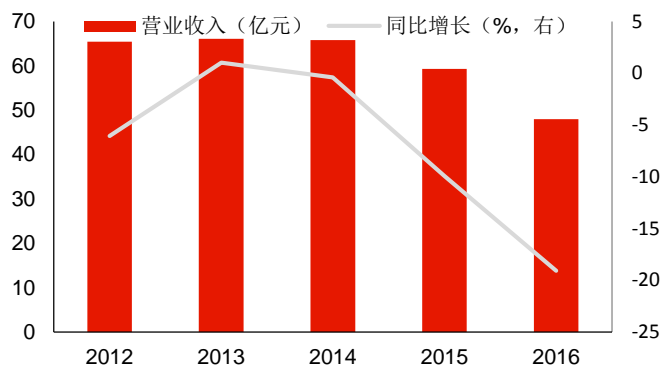
### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,929	4,799	6,163	7,626	9,122
+/-%	(12.83)	(19.07)	28.44	23.73	19.62
净利润 (百万元)	(389.98)	28.23	338.66	489.40	647.55
+/-%	(719.62)	107.24	1,100	44.51	32.32
EPS (元, 最新摊薄)	(0.28)	0.02	0.24	0.35	0.46
PE (倍)	(31.41)	433.88	36.17	25.03	18.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

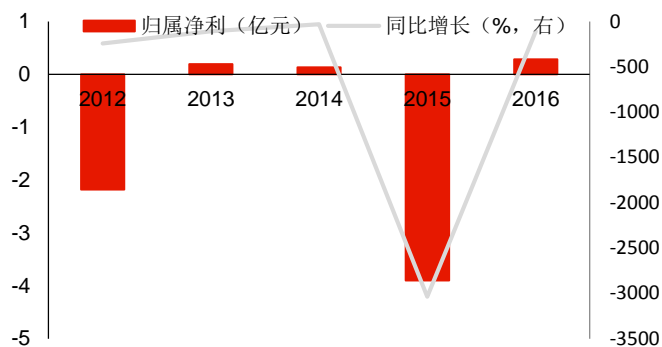
### 公司经营情况概览

图表1: 近五年公司收入及增长



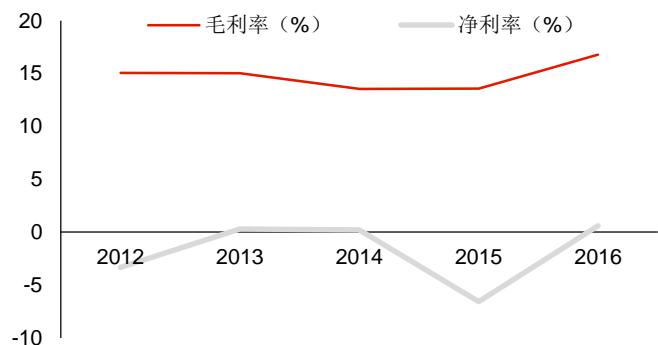
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 近五年公司归母净利润及增长



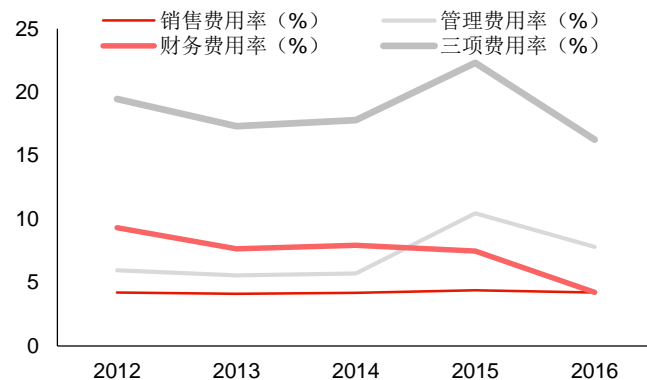
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 近五年公司毛利率稳中有升



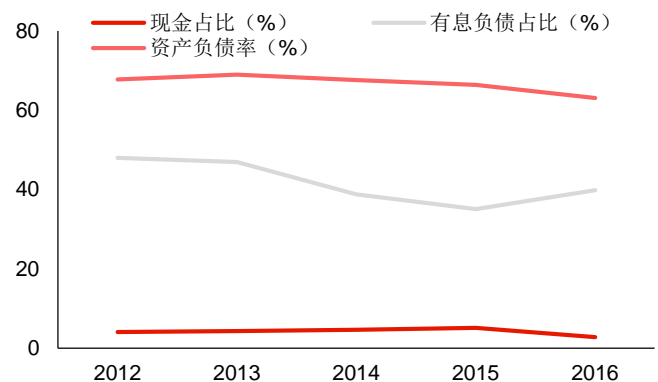
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 近五年公司财务费用率整体趋降



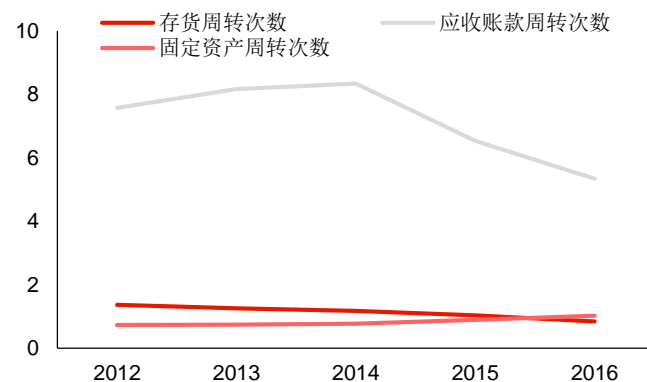
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 近三年公司资产负债率持续下降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

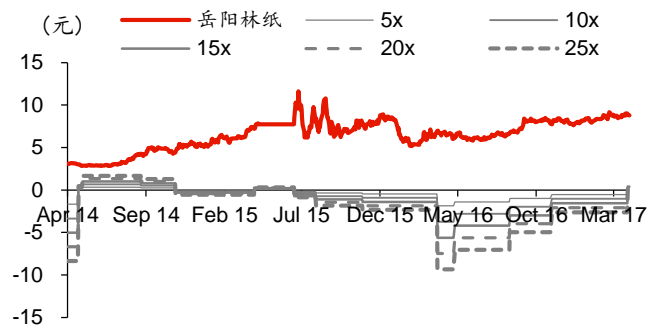
图表6: 近五年公司营运能力整体稳定



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

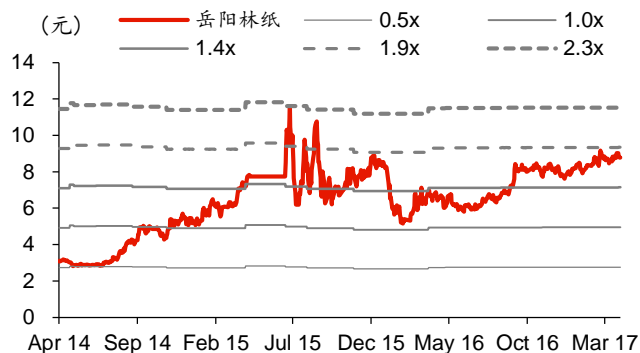
### PE/PB – Bands

图表7: 岳阳林纸历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 岳阳林纸历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,434	7,451	9,990	10,703	12,672
现金	792.65	391.51	1,786	622.20	744.29
应收账款	988.16	808.47	1,038	1,285	1,537
其他应收账款	67.37	463.77	595.66	737.03	881.66
预付账款	234.51	262.05	330.12	402.06	474.78
存货	4,834	4,713	5,350	6,668	7,944
其他流动资产	518.04	812.51	890.02	989.35	1,091
非流动资产	8,115	6,777	7,519	8,197	8,804
长期投资	30.57	30.27	30.27	30.27	30.27
固定投资	4,916	4,465	4,932	5,481	6,033
无形资产	733.59	715.17	701.74	687.10	671.18
其他非流动资产	2,435	1,566	1,855	1,998	2,069
资产总计	15,550	14,228	17,509	18,900	21,476
流动负债	7,532	7,114	7,647	8,577	10,530
短期借款	3,161	3,469	3,469	3,885	5,286
应付账款	860.59	797.34	1,004	1,223	1,445
其他流动负债	3,511	2,847	3,173	3,469	3,800
非流动负债	2,793	1,862	2,092	2,063	2,039
长期借款	1,363	952.02	952.02	952.02	952.02
其他非流动负债	1,430	909.70	1,140	1,111	1,087
负债合计	10,325	8,975	9,739	10,641	12,569
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,043	1,043	1,398	1,398	1,398
资本公积	4,051	4,051	5,875	5,875	5,875
留存公积	130.30	158.53	497.19	986.59	1,634
归属母公司股	5,225	5,253	7,770	8,260	8,907
负债和股东权益	15,550	14,228	17,509	18,900	21,476

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	10.06	936.97	301.10	(212.58)	113.68
净利润	(389.98)	28.23	338.66	489.40	647.55
折旧摊销	542.13	383.63	358.33	421.90	493.03
财务费用	443.76	202.81	221.03	227.04	283.02
投资损失	(5.19)	(6.45)	(5.30)	(5.65)	(5.80)
营运资金变动	(423.98)	304.30	(584.11)	(1,368)	(1,333)
其他经营现金	(156.67)	24.45	(27.51)	22.87	28.63
投资活动现金	(109.77)	(95.50)	(1,096)	(1,096)	(1,096)
资本支出	30.61	84.50	1,100	1,100	1,100
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(79.16)	(11.00)	3.80	4.01	4.20
筹资活动现金	249.05	(1,306)	2,190	144.41	1,104
短期借款	(174.36)	308.16	0.00	415.68	1,401
长期借款	(308.80)	(411.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	355.00	0.00	0.00
资本公积增加	74.16	0.00	1,824	0.00	0.00
其他筹资现金	658.06	(1,203)	11.31	(271.26)	(296.83)
现金净增加额	159.10	(450.82)	1,395	(1,164)	122.09

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,929	4,799	6,163	7,626	9,122
营业成本	5,123	3,993	5,030	6,127	7,235
营业税金及附加	28.76	37.74	30.82	34.32	41.05
营业费用	259.49	202.23	259.75	321.39	384.46
管理费用	620.03	374.78	338.98	419.43	456.12
财务费用	443.76	202.81	221.03	227.04	283.02
资产减值损失	47.74	75.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.19	6.45	5.30	5.65	5.80
营业利润	(588.86)	(81.28)	287.67	503.01	728.95
营业外收入	211.61	127.24	200.00	200.00	200.00
营业外支出	2.11	3.87	3.87	3.87	3.87
利润总额	(379.36)	42.09	483.80	699.14	925.08
所得税	10.61	13.86	145.14	209.74	277.52
净利润	(389.98)	28.23	338.66	489.40	647.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(389.98)	28.23	338.66	489.40	647.55
EBITDA	397.03	505.16	867.03	1,152	1,505
EPS (元)	(0.37)	0.03	0.24	0.35	0.46

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(12.83)	(19.07)	28.44	23.73	19.62
营业利润	(128.95)	86.20	453.91	74.86	44.92
归属母公司净利润	(719.62)	107.24	1,100	44.51	32.32
获利能力 (%)					
毛利率	13.59	16.79	18.38	19.66	20.69
净利率	(6.58)	0.59	5.49	6.42	7.10
ROE	(7.46)	0.54	4.36	5.93	7.27
ROIC	(1.50)	0.81	3.13	3.81	4.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.40	63.08	55.62	56.30	58.53
净负债比率 (%)	44.63	58.56	53.97	53.30	56.27
流动比率	0.99	1.05	1.31	1.25	1.20
速动比率	0.34	0.38	0.61	0.47	0.45
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.32	0.39	0.42	0.45
应收账款周转率	5.77	4.98	6.14	6.04	5.95
应付账款周转率	4.65	4.82	5.58	5.50	5.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.28)	0.02	0.24	0.35	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.67	0.22	(0.15)	0.08
每股净资产(最新摊薄)	3.74	3.76	5.56	5.91	6.37
估值比率					
PE (倍)	(31.41)	433.88	36.17	25.03	18.91
PB (倍)	2.34	2.33	1.58	1.48	1.38
EV_EBITDA (倍)	36.08	28.35	16.52	12.43	9.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com