

轻工制造

2017年04月28日

# 岳阳林纸 (600963)

——2017年一季报点评：业务结构调整成效初显，受益造纸行业企稳趋势，公司盈利弹性大幅凸显

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年04月27日

收盘价(元)	8.31
一年内最高/最低(元)	9.58/5.65
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8669
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	5.05
资产负债率%	63.21
总股本/流通A股(百万)	1043/1043
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《岳阳林纸(600963)点评：2017年一季报盈利大幅改善，造纸主业盈利弹性显现》  
2017/04/07

《岳阳林纸(600963)点评：定增收购获正式批复，PPP园林业务扬帆起航》  
2017/03/31

证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
范张翔 A0230516080003  
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳  
(8621)23297818x7580  
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司披露一季度业绩报告，17Q1 营业收入为 11.92 亿元，同比增长 19.5%，归母净利润 1476.74 万元，同比增长 209.4%，基本每股收益为 0.014 元，较上年同期增 180.0%，基本符合预期；经营活动现金流净额 4.51 亿元，同比增长 290.8%。公司业绩大幅增长，主要系造纸行业执行供给侧改革及国家环保政策，淘汰落后产能及纸产品市场向好等因素影响，报告期母公司产品销售量、销售价格齐涨所致。
- 17 年初随纸价提涨落地，岳纸盈利弹性大幅提升。17Q1 公司业绩大幅增长 209.4%，盈利弹性充分显现。2017 年文化纸持续上涨，公司分别于 1 月 13 日、2 月 17 日、3 月 21 日发出《调价通知函》，调高公司产品对外销售价格。其中最新一次调价办公用纸上调 300-500 元/吨，工业用纸上调 300-500 元/吨，印刷用纸上调 200-500 元/吨。2 月之前提价节奏涨价相对较滞后于整体造纸板块，3 月份文化纸提价加速，产品供不应求。纸价上调有效改善公司经营，增强业绩弹性，对公司 2017 年业绩将产生有利影响。
- 湘江纸业搬迁费用，利润增长稍低于预期，未来产品升级新增亮点。公司全资子公司永州湘江纸业受关停并转搬迁项目影响，17 年 Q1 仍产生约 2000 万亏损，拖累整体造纸业绩。湘江纸业搬迁实施自 2015 年起进行，期间涉及诸多搬迁措施，导致期间费用及停机损失上升较为明显。截止一季度原厂区 1#、2#纸机已搬迁至岳阳厂区，通过技改使其产品升级为高档包装用纸，提升产品品质。一条生产线已进行试生产，另一条联合试机阶段。待搬迁完成，正式投入生产后，公司造纸板块弹性提升可观。
- 公司现金流明显改善，业务销售开展顺利。17Q1 经营活动现金流净额 4.51 亿元，同比增长 290.8%，大幅增加主要系母公司营业收入较上年同期增加，销售商品、提供劳务增长明显。有效业务往来促使现金收入增加，而现金支付同比减少。其中销售商品、提供劳务收入 9.82 亿元，同比增长 112.2%，购买商品、接受劳务支出 4.3 亿元，同比减少 25.4%。
- 定增收购凯胜园林审核通过，岳阳林纸布局生态园林产业。定增拟以 6.46 元/股非公开发行不超过 3.55 亿股，募集 22.94 亿元用于收购凯胜园林 100% 股权 (9.77 亿元)、补充流动资金以及偿还银行贷款，发行对象为中国纸业投资、刘建国、岳阳林纸员工持股计划等，体现大股东充分支持，绑定园林团队与现有高管团队，实现利益最大化。募股完成后，公司实际控制人仍为中国纸业，间接持有股份由 37% 上升至 42.4%，持有不低于 5.93 亿股。公司布局园林板块，凭借央企背景和自身雄厚技术实力，有望在较短时间内发展为行业翘楚，进军园林板块广阔的市场，为公司带来业绩增长新引擎。公司定增已经获得批复，预计将尽快实施完成。
- 依托诚通央企背景，造纸营林全产业链旗舰。岳阳林纸作为国内造纸上市公司林浆纸一体化龙头，依托诚通集团的强大背景，信用水平将得到政府以及融资对象广泛认可，在承接大型 PPP 项目时优势凸显。通过对市政建设 PPP 项目的参与，将为公司开拓利润增长点，为业绩带来巨大向上空间。公司通过收购凯胜园林，进而在 PPP 模式下寻找新机遇，享受生态环保广阔前景红利，从园林板块向市政工程、城综建设等“十三五规划”相关产业逐步拓展，不断完善产业链，打开业绩成长新空间。
- 造纸主业受益纸价上涨，量价齐升业绩弹性充足；定增收购园林获得批复，大力拓展 PPP 业务；剥离骏泰浆纸业务，湘江纸业产品升级。定增收购凯胜园林 100% 股权获得批复，布局生态园林，首个 PPP 框架协议落地，将为公司创造又一盈利增长点。大股东诚通集团作为国有资本运营试点，成立总规模 3500 亿国有企业结构调整基金，有望助力岳阳林纸后续项目推进、产业升级。三年期定增价格为 6.46 元，向高管及员工推出员工持股计划进一步激发经营活力，引入非国有资本进入混改阶段。目前公司定增过会并获得批复，我们维持 2017-2018 年分别为 4.18 亿元和 5.7 亿元的净利润，对应最新股本摊薄 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元，目前股价 (8.31 元) 对应 2017-2018 年 PE 分别为 21 倍和 15 倍，维持买入！

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,799	1,192	7,265	8,325	11,755
同比增长率(%)	-19.07	19.52	51.40	14.59	41.20
净利润(百万元)	28	15	418	570	741
同比增长率(%)	-	209.64	1380.77	36.36	30.00
每股收益(元/股)	0.03	0.01	0.40	0.55	0.71
毛利率(%)	16.8	21.4	21.7	22.3	22.1
ROE(%)	0.5	0.3	7.4	9.1	10.6
市盈率	307		21	15	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	17Q1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	5,929	4,799	1,192	7,265	8,325	11,755
二、营业总成本	6,523	4,886	1,173	6,902	7,792	10,972
其中：营业成本	5,123	3,993	937	5,691	6,468	9,157
营业税金及附加	29	38	13	58	67	94
销售费用	259	202	58	291	333	470
管理费用	620	375	107	545	624	917
财务费用	444	203	58	220	196	223
资产减值损失	48	76	0	98	105	111
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	0	7	9	8
三、营业利润	(589)	(81)	19	370	542	791
加：营业外收入	212	127	2	143	156	138
减：营业外支出	2	4	1	5	4	4
四、利润总额	(379)	42	21	508	694	925
减：所得税	11	14	6	90	123	183
五、净利润	(390)	28	15	418	570	741
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	(390)	28	15	418	570	741
六、全面摊薄每股收益	-0.37	0.03	0.01	0.40	0.55	0.71
发行后总股本（百万）	1043	1043	1043	1043	1043	1043

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。