

轻工制造

2017年06月22日

岳阳林纸 (600963)

——签订湖南永州保方寺公园 EPC 项目，整合园林、建筑行业资源，进一步向大生态业务转型升级

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年06月21日

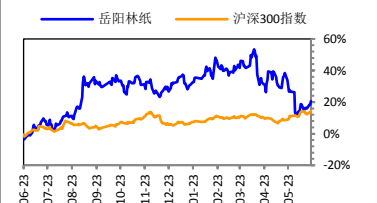
收盘价(元)	7.45
一年内最高/最低(元)	9.58/5.98
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7772
上证指数/深证成指	3156.21 / 10367.17

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)	1398/1043
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：持续践行园林布局，生态PPP项目再下一城》2017/05/25
《岳阳林纸(600963)点评：定增方案实施完成，正式进军园林行业，转型大生态》2017/05/19

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)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司公告全资子公司凯胜园林签订项目工程合同。近期，凯胜园林签订了《保方寺公园 EPC (设计、采购、施工) 总承包项目 EPC 工程总承包合同》，合同估算价格为人民币 1.51 亿元，如项目在本年度内顺利实施并产生一定数额的产值，将对公司 2017 年度经营业绩产生积极影响。
- 凯胜深耕生态园林行业，新项目推进运筹帷幄，公司业绩弹性进一步凸显。凯胜园林作为项目承包方与分包方永州经济建投、北京东方利禾景观签署《保方寺公园 EPC (设计、采购、施工) 总承包项目 EPC 工程总承包合同》，工程坐标湖南永州冷水滩区，承包范围包括保方寺公园景观、水上城市故事及基础设施配套工程、“两中心”绿化工程的设计、采购、施工等，项目建设期 18 个月。凯胜作为项目联合体牵头人负责项目的实施，主要承担项目融资、建设、财务等相关商业风险。凯胜园林将以此为契，继续加大在园林、建筑领域的资源投入和市场开拓力度，有效运用园林产业链各项资源，为公司转型夯实基础，缔造更多业绩弹性。
- 定增收购凯胜园林顺利完成，岳阳林纸布局生态园林产业。公司募集资金 22.91 亿元收购凯胜园林 100% 股权已顺利实施完成。此次定增体现大股东充分支持，绑定园林团队与公司高管团队。募股完成后，公司实际控制人仍为中国纸业，直接和间接持有股份由 37.7% 上升至 42.4%。宁波及湖南 PPP 项目稳步推进，为公司未来创造盈利增长点。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。
- 央企 PPP 拿单与资金优势明显，布局生态园林行业协同效应显著。2016 年大股东诚通集团为国有资本运营试点，即使利率上行背景下，后续实力资金保障无忧。央企在开拓 PPP 订单优势明显，主要体现为筹资能力和项目资源。根据新闻报道，诚通旗下中纸联姻新疆园林商会，大股东“一带一路”战略布局开启。落地率保持稳定提升，政企合作优势逐渐显现，为企业后续 PPP 进一步拓展带来有利先决条件。
- 宁波国际海洋生态科技城定位国家级项目，投资金额大、确定性强。项目作为宁波建设港口经济圈的重点项目，已得到国家和浙江省的高度关注和支持，诚通集团赴宁波项目考察，目前国际海洋生态城项目正稳步推进中。投资建设总额不低于 120 亿元，项目时期 3-5 年，宁波市强大的财政实力决定 PPP 项目投资确定性。践行园林生态 PPP 项目，湖南泸溪项目有效提升业绩盈利弹性。凯胜园林 2017 年 5 月顺利中标泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目(湖南省第四批 PPP 示范项目)，总投资估约 13.16 亿元。园林市政相较于造纸的高盈利水平，将有效提升公司业绩盈利能力。公司向生态环境、园林景观业务继续延伸，持续践行公司大生态、大环保战略。
- 供给侧改革淘汰落后产能，造纸板块企稳回升。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。文化纸价格上涨有助于改善公司经营，对公司 2017 年业绩将产生有利影响。公司全资子公司永州湘江纸业受关停并转搬迁项目影响，2017 年一季度产生 2000 多万亏损，预计 2017 年下半年将完成搬迁。搬迁完成后，预计造纸主业将体现出更大的盈利弹性。

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	8,525	12,037
同比增长率(%)	-19.07	19.52	51.40	17.34	41.20
净利润(百万元)	28	15	353	608	763
同比增长率(%)	-	209.64	1150.50	72.24	25.49
每股收益(元/股)	0.03	0.01	0.25	0.43	0.55
毛利率(%)	16.8	21.4	20.6	22.6	22.1
ROE(%)	0.5	0.3	6.3	9.8	10.9
市盈率	275		30	17	14

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

- 定增收购凯胜园林顺利完成，凯胜 PPP 项目、园林项目纷至沓来，公司进一步向大生态业务转型升级。**积极调整主营造纸产能结构，纸价提涨主业业绩有望超预期；剥离骏泰浆纸业务，湘江纸业搬迁预下半年完工，业绩弹性充分凸显。大股东诚通集团首批国资运营试点，3500 亿国企结构调整基金依托，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 6.46 元安全边际，高管员工持股激发团队活力，引入非国有资本进入混改阶段。公司定增方案落地后，迅速推进 PPP 项目落地，执行力强推进顺利，考虑增发后的股本，我们维持公司 2017 年和 2018 年 EPS 分别为 0.25 元和 0.43 元，目前股价（7.45 元）对应 2017-2018 年 PE 分别为 30 倍和 17 倍。公司未来以园林为基础的大生态项目发展前景广阔，维持买入！

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	8,525	12,037
二、营业总成本	6,523	4,886	1,173	6,982	7,947	11,228
其中：营业成本	5,123	3,993	937	5,771	6,598	9,377
营业税金及附加	29	38	13	58	68	96
销售费用	259	202	58	291	341	481
管理费用	620	375	107	545	639	939
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	290	587	817
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	428	739	951
减：所得税	11	14	6	76	131	189
五、净利润	(390)	28	15	353	608	763
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	353	608	763
六、全面摊薄每股收益	-0.28	0.02	0.01	0.25	0.43	0.55
发行后总股本（百万）	1398	1398	1398	1398	1398	1398

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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。