

强烈推荐-A (维持)

岳阳林纸 600963.SH

目标估值: NA
 当前股价: 7.44 元
 2017年08月10日

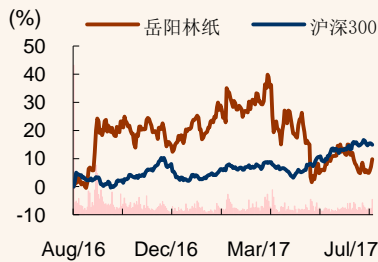
签订50亿框架性协议, 正式进军“环南宁森林旅游圈”

基础数据

上证综指	3262
总股本(万股)	139773
已上市流通股(万股)	104316
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	78
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	0.7
资产负债率	63.2%
主要股东	泰格林纸集团股份有
主要股东持股比例	27.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-17	11
相对表现	-7	-26	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岳阳林纸(600963)一定增并购凯胜园林正式落地, PPP业务扬帆起航》2017-05-18
- 2、《岳阳林纸(600963)一背靠央企股东资源丰富, 昂首进军 PPP 广阔市场》2017-05-02
- 3、《岳阳林纸(600963)一业绩符合预期, 定增获批文 PPP 新增长点蓄势待发》2017-04-28

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

事件:

诚通凯胜于2017年8月9日与广西国有七坡林场签订《环绿城南宁森林旅游圈七坡板块项目投资合作框架协议书》, 双方在环绿城南宁的七彩森林项目、金鸡山森林康养基地、一站式森林时尚生活区及七彩森林生态文化走廊、最美森林学校、台湾花卉产业园等项目展开合作, 预计未来5年完成50亿元总投资。

评论:

1、携手国有七坡林场, 正式进入广西“环绿城南宁森林旅游圈”

本次框架性协议的合作方七坡林场是广西林业厅直属大一型林场, 是“环绿城南宁森林旅游圈”项目的重要实施单位。合作项目“环绿城南宁森林旅游圈”是国家林业局首批林业领域 PPP 试点, 由广西林业厅整合南宁周边林业资源建设国内一流环城森林, 总投资项目总投资200亿元左右, 规划面积约92万亩, 预计2020年年接待游客达350万人次, 项目年营业收入约5亿元。本次签订协议标志诚通凯胜正式进入广西“环绿城南宁森林旅游圈”PPP建设领域。

2、母公司诚通与国家林业局合作紧密, 林业资源助力公司订单获取

2013年11月7日, 中国诚通与国家林业局签订《关于开展林业战略合作框架协议》, 确定了在森林持续培育、经营、开发、利用等领域的大合作框架; 2017年6月27日, 中国纸业与国家林业局下属场圃总站签订战略合作协议, 合作共建森林特色小镇。诚通集团通过与国家林业系统的紧密对接, 将发挥国有资本运营公司试点的优势, 积极推进森林特色小镇、生态共建和雄安新区等生态项目的建设。诚通凯胜作为集团旗下唯一园林 PPP 业务平台, 有望依靠母公司丰富林业资源持续获取订单和施工落地。

3、看好园林 PPP 订单持续落地和业绩兑现, 维持“强烈推荐-A”评级

随着本次广西“环绿城南宁森林旅游圈”框架性协议的签订, 验证了集团丰富林业资源对诚通凯胜订单获取的巨大助力, 未来随着公司园林 PPP 协议的陆续签订和施工的渐次落地, 公司 PPP 业务带来的业绩弹性值得期待, 预计公司2017、2018年净利润分别为3.53、6.08, 对应当前市值 PE 分别为29.5倍和17.1倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: PPP 行业政策发生重大变化, 园林 PPP 订单落地不及预期

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	6536	9301	11319
同比增长	-10%	-19%	36%	42%	22%
营业利润(百万元)	(589)	(81)	450	867	2074
同比增长	86%	-86%	-653%	93%	139%
净利润(百万元)	(390)	28	353	608	1346
同比增长	-3100%	-107%	1150%	72%	121%
每股收益(元)	(0.37)	0.03	0.25	0.43	0.96
PE	-19.9	274.9	29.5	17.1	7.7
PB	1.5	1.5	1.7	1.6	1.4

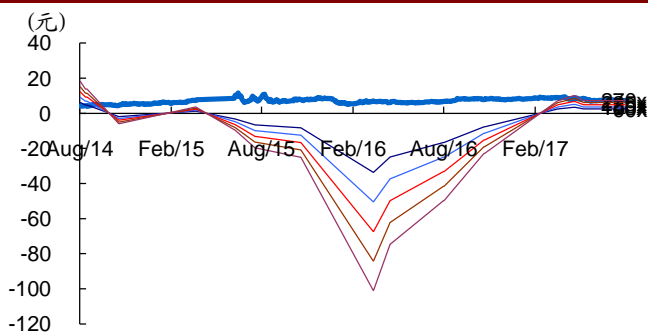
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 19X

公司	股价			EPS			PE			PB (LF)	ROE (%)
	2017/8/10	15	16	17E	15	16	17E				
中顺洁柔	12.79	0.18	0.54	0.69	71.1	23.7	18.5	3.5	10.15		
华泰股份	6.78	0.06	0.14	0.34	113.0	48.4	19.9	1.2	2.83		
博汇纸业	6.28	0.03	0.15	0.39	209.3	41.9	16.1	2.0	5.01		
晨鸣纸业	16.97	0.50	0.99	1.26	33.9	17.1	13.5	1.9	10.56		
景兴纸业	6.35	0.01	0.29	0.32	635.0	21.9	19.8	2.1	10.26		
山鹰纸业	4.73	0.06	0.08	0.17	78.8	59.1	27.8	2.4	4.87		
平均					190.2	35.4	19.3	2.2	7.28		

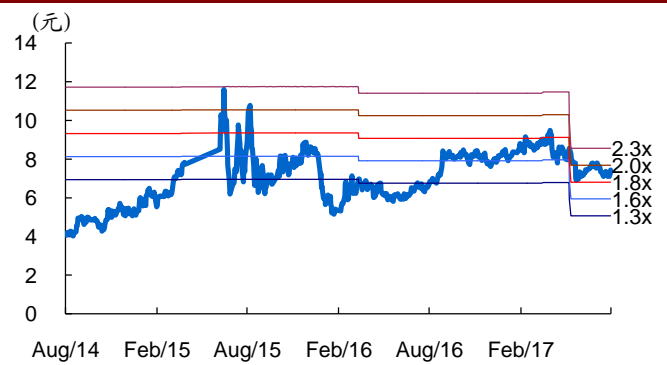
资料来源: Wind, 招商证券

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)一定增并购凯胜园林正式落地, PPP 业务扬帆起航》2017-05-18
- 2、《岳阳林纸(600963)一背靠央企股东资源丰富, 昂首进军 PPP 广阔市场》2017-05-02
- 3、《岳阳林纸(600963)一业绩符合预期, 定增获批文 PPP 新增长点蓄势待发》2017-04-28

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	9452	13693	15497
现金	793	392	508	703	925
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	508	326	444	632	769
应收款项	988	808	1075	1529	1861
其它应收款	67	464	632	899	1094
存货	4834	4713	5808	8513	9188
其他	245	749	986	1417	1660
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	15725	19503	20881
流动负债	7532	7114	7903	11178	11393
短期借款	3161	3469	4626	6754	6682
应付账款	861	797	984	1443	1557
预收账款	92	128	158	232	251
其他	3419	2719	2135	2749	2903
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	9765	13040	13255
股本	1043	1043	1398	1398	1398
资本公积金	4051	4051	4051	4051	4051
留存收益	130	159	511	1013	2177
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	6463	7626
负债及权益合计	15550	14228	15725	19503	20881

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	937	(330)	(1524)	839
净利润	(390)	28	353	608	1346
折旧摊销	542	384	417	376	339
财务费用	388	198	326	398	458
投资收益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(526)	335	(1425)	(2914)	(1305)
其它	1	(1)	7	14	8
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)	357	1632	(706)
借款变动	249	(589)	321	2129	(72)
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)	(182)
其他	(222)	(716)	(319)	(391)	(451)
现金净增加额	149	(464)	116	196	222

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5929	4799	6536	9301	11319
营业成本	5123	3993	4929	7225	7798
营业税金及附加	29	38	51	73	89
营业费用	259	202	275	279	340
管理费用	620	375	510	465	566
财务费用	444	203	326	398	458
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)	450	867	2074
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	573	991	2198
所得税	11	14	220	383	852
净利润	(390)	28	353	608	1346
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(390)	28	353	608	1346
EPS (元)	(0.37)	0.03	0.25	0.43	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	-19%	36%	42%	22%
营业利润	86%	-86%	-653%	93%	139%
净利润	-3100%	-107%	1150%	72%	121%
获利能力					
毛利率	13.6%	16.8%	24.6%	22.3%	31.1%
净利率	-6.6%	0.6%	5.4%	6.5%	11.9%
ROE	-7.5%	0.5%	5.9%	9.4%	17.6%
ROIC	-1.5%	0.7%	4.1%	5.5%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	63.1%	62.1%	66.9%	63.5%
净负债比率	29.6%	36.9%	35.5%	39.5%	36.6%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9
应收帐款周转率	6.5	5.3	6.9	7.1	6.7
应付帐款周转率	4.8	4.8	5.5	6.0	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	-0.37	0.03	0.25	0.43	0.96
每股经营现金	0.01	0.90	-0.24	-1.09	0.60
每股净资产	5.01	5.04	4.26	4.62	5.45
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.13	0.29
估值比率					
PE	-19.9	274.9	29.5	17.1	7.7
PB	1.5	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	-280.7	-222.8	-90.4	-65.7	-37.5

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。

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。