

强烈推荐-A (维持)

岳阳林纸 600963.SH

目标估值: NA
 当前股价: 9.01 元
 2017年08月19日

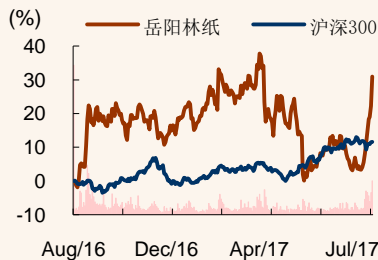
政策红利加速, 订单落地可期

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	139773
已上市流通股(万股)	104316
总市值(亿元)	126
流通市值(亿元)	94
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	19	6	29
相对表现	18	-3	18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岳阳林纸(600963)一签订50亿框架性协议, 正式进军“环南宁森林旅游圈”》2017-08-10
- 2、《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
- 3、《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

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:

- 1、据新华社8月18日报道, 国家发改委正式表态, 目前雄安新区规划编制加紧推进, 在交通、生态、产业三个重点领域率先突破力度, 雄安新区建设启动在即;
- 2、近期诚通集团成立雄安工作领导小组以及与场圃总站签订战略协议, 动作频频改革加速。岳纸层面广西南宁50亿框架性协议签订, PPP项目订单落地加速。

评论:

1、4月17日诚通集团成立“参与雄安新区建设工作领导小组”:

诚通集团在雄安新区政策发布的第一时间布局参与雄安新区建设, 通过设立新区专项建设子基金、新区产业投资子基金等方式, 协同央企和社会资本参与雄安新区建设。我们认为在以雄安新区为代表的大型基础设施建设中, 诚通凯胜作为集团旗下唯一园林PPP建设平台, 在订单获取方面将具有得天独厚的优势。

2、6月27日中纸与林业局场圃总站签订战略协议, 开始部署苗圃资源:

双方在签订战略合作协议中约定中国纸业通过与场圃总站丰富林业苗圃资源的对接, 未来共同开展森林特色小镇、生态共建、雄安新区生态项目等合作。中纸通过与场圃总站的合作, 开始部署苗木资源。诚通凯胜在PPP领域的专长就在于园林及林业相关项目建设。我们认为合作方场圃总站的丰富林业资源和苗木培育经验有望为诚通凯胜提供丰富的林业、苗木相关的项目资源对接。

3、看好PPP项目持续落地, 核心推荐逻辑从未改变, 维持“强烈推荐-A”评级

我们最早于15年6月开始持续坚定推荐岳阳林纸, 核心逻辑从未改变: 第一, 诚通集团作为国有资产运营平台改革决心坚定, 对岳阳林纸转型园林PPP方向定位明确, 岳纸作为上市平台转型的成功与否对于集团改革具有一定风向作用, 集团可对接的丰富资源助力诚通凯胜持续订单获取; 第二, 全集团自上而下动作频繁, 诚通集团层面积极参与雄安新区建设, 中国纸业层面与场圃总站合作, 有望为岳纸提供林木相关丰富项目资源; 第三, 央企层面完善股权激励, 充分调动从业人员的积极性, 预计PPP订单持续落地可期。预计公司2017、2018年净利润分别为3.53、6.08亿元, 对应当前市值PE分别为35.7、20.7倍。

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	-24.1	333.0	35.7	20.7	9.4
PB	1.8	1.8	2.1	1.9	1.7

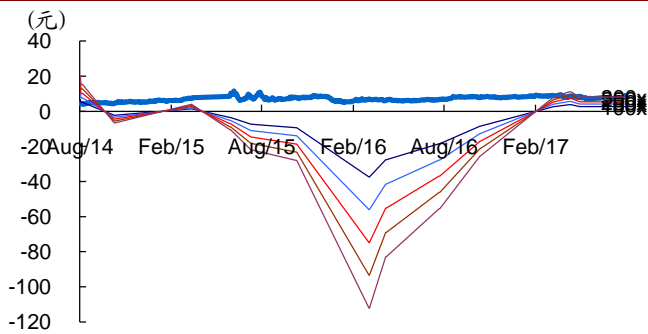
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 16X

公司	股价			EPS			PE			PB (LF)	ROE (%)
	2017/8/18	15	16	17E	15	16	17E				
中顺洁柔	13.17	0.18	0.54	0.52	73.2	24.4	25.3	3.5	10.15		
华泰股份	7.19	0.06	0.16	0.51	119.8	44.9	14.1	1.2	2.83		
博汇纸业	6.01	0.03	0.15	0.55	200.3	40.1	10.9	1.8	5.01		
晨鸣纸业	16.30	0.50	0.99	1.84	32.6	16.5	8.9	1.7	10.56		
景兴纸业	6.26	0.01	0.29	0.31	626.0	21.6	20.2	2.0	10.26		
山鹰纸业	4.70	0.06	0.09	0.33	78.3	52.2	14.2	2.4	4.87		
平均					188.4	33.3	15.6	2.1	7.28		

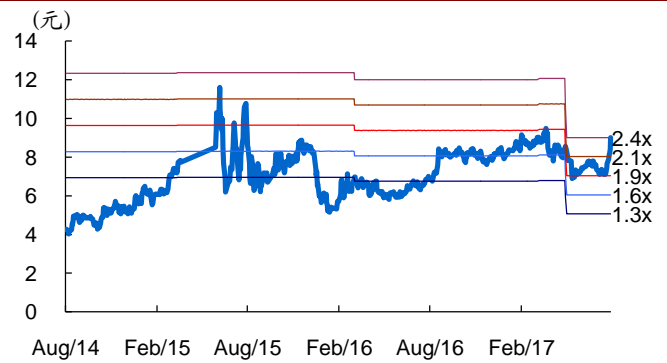
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 岳阳林纸历史 PE Band



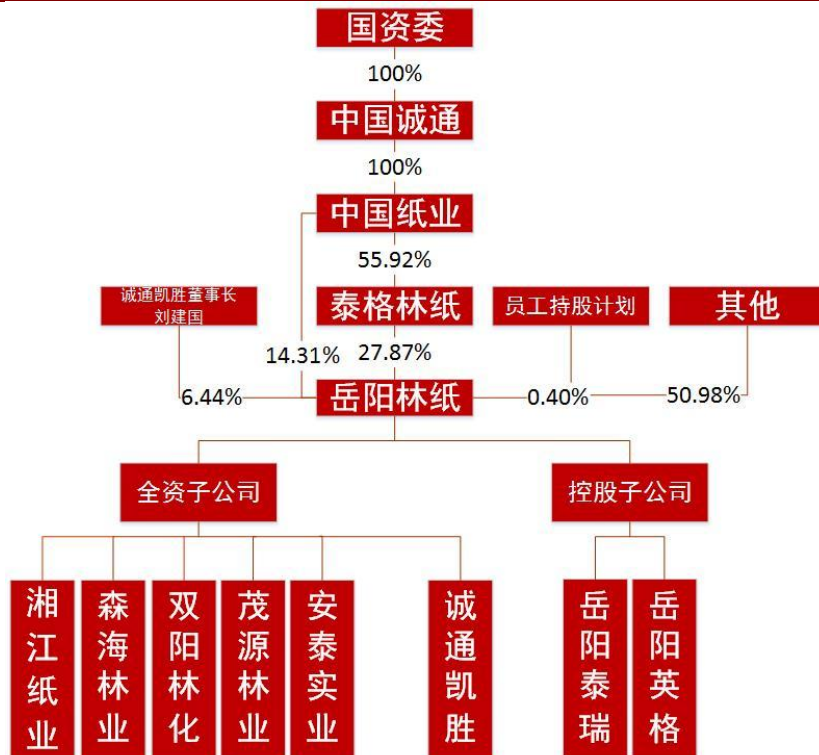
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 岳阳林纸历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 1: 岳阳林纸股权结构



资料来源: 公司年报, 招商证券

附件一：招商轻工团队自 2015 年 6 月推荐岳阳林纸报告

报告一：《岳阳林纸：签订 50 亿框架性协议，正式进军“环南宁森林旅游圈”》2017-8-10

原文链接：<http://dwz.cn/6pa9dr>

报告二：《岳阳林纸：定增并购凯胜园林正式落地，PPP 业务扬帆起航》2017-5-18

原文链接：<http://dwz.cn/6pa5ac>

报告三：《岳阳林纸：背靠央企股东资源丰富，昂首进军 PPP 广阔市场》2017-5-1

原文链接：<http://dwz.cn/6p7rAb>

报告四：《岳阳林纸：业绩符合预期，定增获批文 PPP 新增长点蓄势待发》2017-4-27

原文链接：<http://dwz.cn/6paefw>

报告五：《岳阳林纸：造纸主业景气助力业绩改善，环保 PPP 新增长点蓄势待发》2017-3-29

原文链接：<http://dwz.cn/6pagPu>

报告六：《岳阳林纸：重视未来 PPP 项目订单带来的业绩弹性》2016-9-6

原文链接：<http://dwz.cn/6pawdF>

报告七：《岳阳林纸：业绩符合预期，国改助力经营好转》2016-8-10

原文链接：<http://dwz.cn/6papX7>

报告八：《岳阳林纸：16 年园林业务弹性或将扩大》2016-5-2

原文链接：<http://dwz.cn/6panbH>

报告九：《岳阳林纸：业绩大幅亏损，改革进度加快》2016-3-21

原文链接：<http://dwz.cn/6paka0>

报告十：《岳阳林纸：林业产业基金成立，园林产业链再加一环》2015-7-13

原文链接：<http://dwz.cn/6piNSd>

报告十一：《岳阳林纸：红花绿树现楼阁，央企园林惊喜多》2015-6-25

原文链接：<http://dwz.cn/6pj3pO>

报告十二：《岳阳林纸：央企改革，华丽转身》2015-6-16

原文链接：<http://dwz.cn/6piM0Y>

附件二：“发改委：雄安新区规划编制工作正加紧推进”

资料来源：新华网

原文链接：http://news.xinhuanet.com/finance/2017-08/18/c_129684289.htm

国家发改委 18 日表示，目前雄安新区规划编制工作加紧推进，相关配套政策正同步研究。

据官方媒体报道，发改委有关负责人表示，三年多来，京津冀协同发展有力有序有效推进，协同发展规划体系“四梁八柱”基本建立，河北雄安新区正式批准设立，北京非首都功能疏解有序推进，重点领域率先突破取得重要进展，改革创新试点示范深入开展，公共服务共建共享取得新突破。

上述负责人表示，下一步将在确保安定稳定的前提下，以疏解北京非首都功能为重点，着力推进河北雄安新区规划建设，着力推进北京城市副中心规划建设，着力推进北京非首都功能控增量、疏存量相关政策意见的组织实施，持续加大交通、生态、产业三个重点领域率先突破力度，进一步强化创新驱动、体制改革、试点示范三个关键支撑，大力促进基本公共服务共建共享，不断取得京津冀协同发展新的更大进展。

附件三：诚通集团成立“参与雄安新区建设工作领导小组”：

资料来源：诚通集团官网

原文链接：http://www.cctgroup.com.cn/wwwroot/c_000000020002/d_64475.html

中国诚通集团坚决拥护以习近平同志为核心的党中央战略决策研究提出积极参与雄安新区建设的思路举措

4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。4月5日，中国诚通集团党委书记、董事长马正武，党委副书记、董事、总经理朱碧新对集团落实党中央、国务院决策作出部署，要求集团党政班子成员、总部各部门和各二级公司抓紧传达学习通知精神，研究贯彻落实措施。4月14日，集团党委召开专题会议，进一步传达学习中共中央、国务院关于设立河北雄安新区的通知精神，提出诚通集团积极参与雄安新区建设的思路举措。

中国诚通集团认为，党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高瞻远瞩、深谋远虑，着眼党和国家发展全局，立足大历史观，深入推进京津冀协同发展战略。设立河北雄安新区，是以习近平同志为核心的党中央深入推进京津冀协同发展作出的重大决策部署，是党中央作出的重大历史性战略选择，是千年大计、国家大事。此举对于集中疏解北京非首都功能、探索人口经济密集地区优化开发新模式、调整优化京津冀城市布局和空间结构、培育创新驱动发展新引擎，具有重大现实意义和深远历史意义。中国诚通集团坚决拥护以习近平同志为核心的党中央作出的重大决策部署，将进一步增强政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，以高度的政治责任感和历史使命感，在雄安新区建设开发中主动担当、积极行动，努力找准对接雄安新区建设规划的结合点，服务和服从于新区建设大局，在新区建设和发展中作出积极贡献。

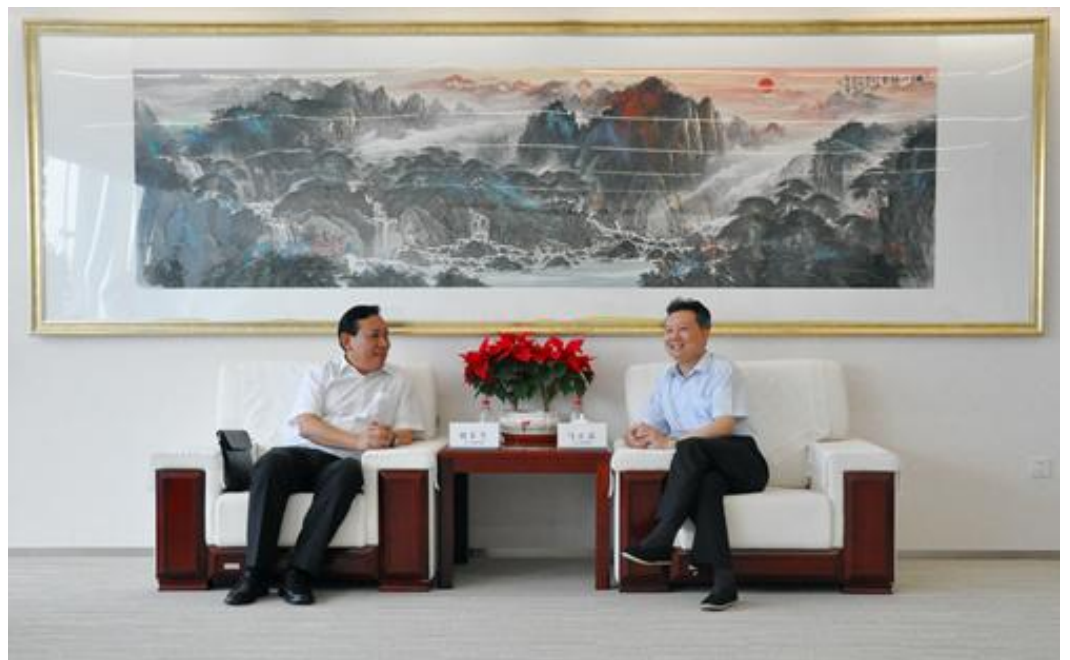
中国诚通集团党委明确了参与新区建设的总体思路和具体举措。一是成立由马正武同志任组长、朱碧新同志任副组长、集团其他党政班子成员为组员的“中国诚通集团参与雄安新区建设工作领导小组”，全面领导和组织实施集团参与雄安新区建设工作。二是明确了参与新区建设的总体思路：充分发挥国有资本运营公司的独特作用，在优化国资配置、创新国资服务模式、产融结合创新等方面参与新区建设；充分发挥中国国有企业结构调整基金的优势，通过设立新区专项建设子基金、新区产业投资子基金等方式，协同央企，引导社会优质资本，在新区培育发展高端新产业、聚集金融资源等方面参与新区建设；充分发挥集团高端物流产业优势，在雄安新区建设和发展中提供全方位的仓储物流、绿色物流、智慧物流服务；充分发挥集团在生态建设领域的经验，为建设绿色宜居、持续发展的雄安新区贡献力量；充分发挥集团健康养老平台作用，为雄安新区人民提供全面、科学、先进的健康和养老服务。三是分别由总部相关部门、有关二级公司牵头，成立若干专项工作小组，紧密跟进雄安新区建设发展规划，研究提出积极参与新区建设的具体落实方案。

附件四：“中国纸业与国家林业局签订战略合作协议”

资料来源：诚通集团官网

原文链接：http://www.cctgroup.com.cn/wwwroot/c_000000020002/d_64693.html

6月27日，中国纸业投资有限公司与国家林业局国有林场和林木种苗工作总站（简称场圃总站）在京签订战略协议，合作共建森林特色小镇。国家林业局副局长刘东生、场圃总站站长杨超，诚通集团党委书记、董事长马正武，副总裁李友生及中国纸业董事长黄欣、总经理张强等领导出席签约仪式。杨超、张强代表双方签署战略合作协议。



马正武在会谈中表示，场圃总站与中国纸业正式结成战略合作伙伴，充分体现了国家林业局对诚通集团一如既往的大力支持和帮助。诚通集团将发挥国有资本运营公司试点的优势，以中国纸业为主体，扎实推动森林特色小镇、生态共建、雄安新区生态项目、林业基金、林业新兴产业等工作，共同推进生态文明建设。

刘东生表示，中国特色小镇建设是国家“十三五”的发展战略布局，在国有林场和国有林区建设一批以观光游览、休闲度假、运动养生、生态文明教育等为主要内容的森林特色小镇，具有重要的现实意义和长远的历史意义。希望双方不断提升战略协同层次和水平，共同构建合作发展的新平台、新机制，努力实现战略发展新跨越。



根据合作协议，双方将坚持“资源共享、互惠互利、合作共赢、科学发展”的原则，设立“中国森林特色小镇建设发展基金”，扶持建设一批森林特色小镇试点，引领带动国有林场森林特色小镇建设，并探索在森林资源培育、国有林场林区基础设施建设等方面开展多种形式的合作。

集团董事会办公室、总裁办公室、战略管理部负责人，中储地产、中国纸业有关领导，国家林业局森林资源管理司、农村林业改革发展司、发展规划与资金管理司、国有林场和林木种苗工作总站有关领导参加签约仪式。

中国纸业是诚通集团全资子公司，拥有冠豪高新、粤华包 B、岳阳林纸、美利云等四家上市公司，产品涵盖文化类印刷用纸、涂布白板纸、白卡纸、无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签纸等多个品种，居国内烟卡市场第一位、热敏纸市场第一位、文化纸市场第一位、无碳复写纸市场第二位。近年来，中国纸业着力发展林业相关产业，对园林、绿化、市政、生态治理等领域及相关 PPP 项目进行了探索、投资和运营。

参考报告：

- 1、《岳阳林纸（600963）—签订 50 亿框架性协议，正式进军“环南宁森林旅游圈”》2017-08-10
- 2、《岳阳林纸（600963）—定增并购凯胜园林正式落地，PPP 业务扬帆起航》2017-05-18
- 3、《岳阳林纸（600963）—背靠央企股东资源丰富，昂首进军 PPP 广阔市场》2017-05-02

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	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	-24.1	333.0	35.7	20.7	9.4
PB	1.8	1.8	2.1	1.9	1.7
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。