

轻工制造

2017年08月28日

岳阳林纸 (600963)

——2017年中报点评：供给侧改革迎来造纸量价齐升，园林业务并表弹性凸显，拟设立雄安新区办事处

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月25日

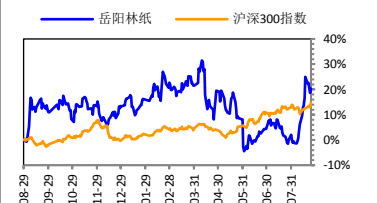
收盘价(元)	8.67
一年内最高/最低(元)	9.58/6.52
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9044
上证指数/深证成指	3331.52 / 10659.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.43
资产负债率%	52.12
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)深度：园林PPP蓄势启航，诚通背景优势凸显》2017/08/18

《岳阳林纸(600963)点评：签署南宁森林旅游园项目框架协议，坚持优质绿色生态项目开拓》2017/08/11

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

研究支持

杜洋 A0230117050017
duyang@swsresearch.com

联系人

丁智铨

8 di .com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 17年半年报**：实现营业收入 25.06 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 8135.05 万元，同比增长 496.6%，合 EPS 0.058 元/股，略超预期。17H1 扣非归母净利润 6218.5 亿元，同比增长 1261.1%。17Q2 实现收入 13.14 亿元，同比减少 5.8%，归母净利润 6658.31 万元，同比增长 651.3%。经营活动现金流 6.03 亿元，同比增长 11.6%。**公司业绩大幅增长，系：1) 受造纸行业供给侧改革、环保政策趋严、淘汰落后产能等因素影响，母公司纸产品市场向好、量价齐升。2) 公司已完成凯胜生态收购，6 月起并表从而新增园林业务净利润 2440.86 万元。**
- **供给侧改革迎来造纸板块量价齐升，园林业务持续推进潜力凸显。造纸板块**，公司 17H1 实现造纸板块收入 20.69 亿元，同比增长 13.0% (+31.0pct)，共生产纸产品 42.84 万吨，造纸毛利率 24.1% (+6.7pct)，吨毛利为 1163.45 元/吨，其中主要纸品之印刷用纸收入占比为 62.7%，毛利率提升 6.1pct 至 25.2%。2017 年文化纸持续上涨，公司上半年相继发出《调价通知函》，上调印刷用纸、办公用纸等价格，量价齐升带动业绩大幅改善。其中，**母公司(主导产品文化纸) 17 年上半年实现 9833.64 万元 (vs 16H1 2175.51 万元)；子公司湘江纸业(主导产品工业纸) 仍处于搬迁过程，17H1 亏损幅度进一步扩大至 5339.41 万元(vs 16H1 4173.37 万元)。**
- **公司财务指标经营向好，湘江纸业搬迁升级已试生产。**公司经营活动现金流量净额同比增长 11.6%，主要系纸产品市场向好、收到现金同步增长(预收款项由 16H1 的 1.28 亿元上升至 1.83 亿元)。公司 17H1 销售费用 1.19 亿元，同比提升 21.3%，主要系产品销售量增加及物流费用均价上涨。管理费用 2.06 亿元，同比提升 34.3%，管理费用提升主要系公司加大技术研发投入支出增长及湘江纸业搬迁安置员工后续支出、停工支出增长，湘江纸业原厂区 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，两条生产线已进行试生产。财务费用 1.38 亿元，同比提升 22.5%，主要系母公司上半年受外币汇率变动影响汇兑损失同比增长。
- **园林业务并表凸显盈利弹性。**报告期内公司顺利定增收购诚通凯胜生态 100% 股权，园林业务推进顺利，包括从单一的绿化景观向文旅、水环境、市政设施等建设运营扩展，或整合相关规划和设计资源组成联合体竞标项目。公司 17H1 实现园林板块收入 1.20 亿元(6 月并表)，收入占比为 4.8%，毛利率 22.5%。继宁波国际海洋生态科技城 PPP 项目后，陆续获得湖南泸溪、湖南永州、宁波滨海、广西北海、广西南宁合计 5 个项目，合计项目金额为 67.2 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。同时，随国家对 PPP 的规范和立法有望使市场更加健康，项目含金量有望提升，生态景观园林行业将受益。**公司向生态环境、园林景观业务继续延伸，持续践行大生态、大环保战略，园林绿化市政工程项目盈利水平高，公司业绩弹性凸显。**
- **拟设立雄安新区办事处，发挥生态建设领域优势。**公司决定在雄安新区设立“岳阳林纸股份有限公司雄安新区办事处”，作为在雄安新区的窗口，根据统一部署和相关精神，与政府有关职能部门与相关合作方进行对接，根据雄安新区的生态与景观建设规划，积极开展与苗木基地建设、生态建设相关的前期准备工作，充分利用雄安新区发展机遇，进一步拓展公司业务。**在集团层面**，根据 4 月 14 日诚通官网新闻，诚通集团成立了雄安工作领导小组，由董事长马正武亲自坐镇，参与雄安新区绿色生态建设，进一步明确参与新区建设的总体思路。雄安新区发展需求空间大，未来可开发价值凸显。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,799	2,506	6,726	10,336	12,798
同比增长率(%)	-19.07	4.74	4020.00	5370.00	2380.00
净利润(百万元)	28	81	351	621	856
同比增长率(%)	-	496.61	1143.42	76.92	37.84
每股收益(元/股)	0.03	0.06	0.25	0.44	0.61
毛利率(%)	16.8	23.1	24.7	27.9	28.9
ROE(%)	0.5	1.1	6.3	10.0	12.1
市盈率	320		35	20	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

- **依托大股东诚通集团平台，布局生态园林行业协同效应显著。**公司作为诚通集团旗下唯一的园林业务主体，未来在大集团策略的背景下，有机会获得更多的业务发展空间和机会。公司全资子公司凯胜园林更名为诚通凯胜生态建设（8月2日公告），一方面说明诚通集团对于公司的积极支持，另一方面从“园林”改为“生态”表明公司业务更加多元的想象空间。公司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，进军园林生态广阔的市场，为公司带来业绩增长新引擎。混合所有制改革，员工持股顺利推进，经营活力进一步释放。
- **定增收购诚通凯胜顺利完成，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。**行业层面环保督查加强，供给侧收缩，造纸盈利触底改善。公司积极调整造纸产能结构，子公司湘江纸业搬迁预计2017年下半年完工，进一步增厚业绩。公司定增收购诚通凯胜顺利完成，迅速推进PPP园林项目落地，执行力强。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。此外公司还公告拟设立宁波诚胜生态建设有限公司，由中国纸业投资（51%）与凯胜生态（35%）、恒泰房地产（14%）合资成立，积极参与宁波市对接央企重点招商引资项目“中国诚通集团（宁波）综合服务中心”的建设。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，引入非国有资本实现混改。维持公司2017-2019年EPS分别为0.25元、0.44元和0.61元，2017-2019年的复合增速为56%，目前股价（8/25收盘8.67元）对应2017-2019年PE分别为35倍、20倍和14倍，公司凭借央企背景，未来以园林为基础的大生态项目发展前景广阔，给予目标市值154亿（对应股价11元），维持买入！

表 1：2017 年诚通凯胜中标项目明细表

项目名称	项目规模	实施周期	贡献利润	备注
泸沱水绿色旅游公路PPP项目	13.16亿元	建设期2年，运营期15年	该项目将对公司以后年度的经营业绩产生积极的影响	凯胜（作为丙方）出资4000万元（占比60%）
保方寺公园 EPC（设计、采购、施工总承包）项目	1.51亿元	建设期18个月	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	北京东方利禾景观设计系实施本项目联合体成员
宁波滨海万人沙滩绿化、景观及附属配套设施工程	1.42亿元	工期365日历天	对公司实施项目年度的经营业绩产生积极的影响	-
北海市市花公园及体育休闲公园工程	1.11亿元	140 日历天	继续加大在园林、市政开拓力度，确保公司主营业务持续、稳定地增长	招标人为北海城建投
环绿城南宁森林旅游圈七坡板块项目	约50亿元	5年	如果签订后续具体项目合作协议并实施，将对实施年度公司经营业绩产生积极影响	甲方广西壮族自治区国有七坡林场

资料来源：公司资料，申万宏源研究

表 2：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	17H1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	5,929	4,799	2,506	6,726	10,336	12,798
二、营业总成本	6,523	4,886	2,412	6,400	9,634	11,780
其中：营业成本	5,123	3,993	1,926	5,068	7,449	9,102
营业税金及附加	29	38	30	67	124	179
销售费用	259	202	119	296	506	627
管理费用	620	375	206	605	982	1,203
财务费用	444	203	138	266	467	564
资产减值损失	48	76	(7)	98	105	105
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	1	7	9	8
三、营业利润	(589)	(81)	111	333	711	1,026
加：营业外收入	212	127	3	120	120	120
减：营业外支出	2	4	5	5	6	7
四、利润总额	(379)	42	108	448	825	1,139
减：所得税	11	14	27	97	204	283
五、净利润	(390)	28	81	351	621	856
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	81	351	621	856
六、全面摊薄每股收益	-0.28	0.02	0.06	0.25	0.44	0.61
发行后总股本（百万）	1398	1398	1398	1398	1398	1398

资料来源：公司公告，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
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。