

强烈推荐-A (维持)

岳阳林纸 600963.SH

目标估值: NA
 当前股价: 8.78 元
 2017年09月21日

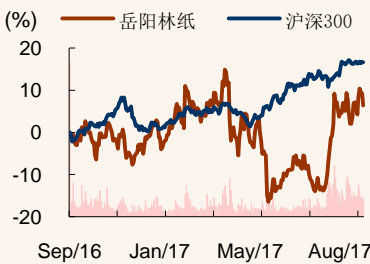
后续项目逐次落地, 新区建设预期打开

基础数据

上证综指	3358
总股本(万股)	139773
已上市流通股(万股)	104316
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	92
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	1.3
资产负债率	52.1%
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	7	4	8
相对表现	4	-7	-10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岳阳林纸(600963)一业绩超预期, 园林 PPP 业务盈利能力凸显》2017-08-26
- 2、《岳阳林纸(600963)一政策红利加速, 订单落地可期》2017-08-19
- 3、《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

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:

雄安新区围绕生态优先、绿色发展的理念, 依法依规启动秋冬季合作造林实验工作, 计划造林 1 万亩。(来源: 新华社)

评论:

1、雄安新区造林试验启动, 规划、合作、施工全流程实战演练:

在雄安新区合作造林实验区内, 从规划设计、用地模式、合作机制、苗木选择、技术规范、施工管理、行政指挥等方面进行植树造林全过程的实验。在经营模式方面, 借鉴以经济林反哺生态林、以商业带动农业、以旅游促富裕的先进经验, 有效增加农民工资性、财产性、经营性收入, 形成推动生态文明建设的合力。

2、6月27日中纸与林业局场圃总站签订战略合作协议, 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、林业资源储备助力项目争取, 看好项目持续落地, 维持“强烈推荐-A”评级

通过母公司中国纸业与林业局场圃总站签订战略合作协议, 公司林木方面的资源储备增强。母公司诚通集团成立“参与雄安新区建设工作领导小组”, 雄安新区开始造林试验工程, 林木类基础设施建设项目为公司提供业务拓展机遇。我们自 16 年 3 月开始持续 9 篇报告坚定推荐岳阳林纸, 核心逻辑从未改变: 一方面, 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。另一方面, 8 月 10 日广西 50 亿框架性协议落地是典型的林业资源对接落地, 预计未来 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 34.8、20.2 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	-23.5	324.5	34.8	20.2	9.1
PB	1.8	1.7	2.1	1.9	1.6

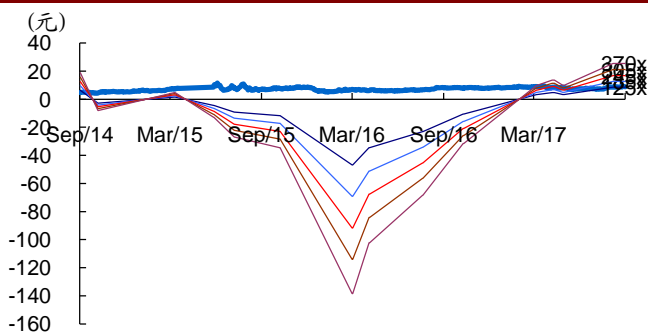
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 16X

公司	股价			EPS			PE			PB (LF)	ROE (%)
	2017/9/21	15	16	17E	15	16	17E				
中顺洁柔	12.92	0.18	0.52	0.49	71.78	24.85	26.37	3.41	10.15		
华泰股份	7.42	0.06	0.16	0.55	123.67	46.38	13.49	1.27	2.83		
博汇纸业	6.47	0.03	0.15	0.57	215.67	43.13	11.35	1.92	5.01		
晨鸣纸业	18.46	0.53	1.07	1.84	34.83	17.25	10.03	1.98	10.56		
景兴纸业	6.76	0.01	0.29	0.44	676.00	23.31	15.36	2.14	10.26		
山鹰纸业	5.37	0.06	0.08	0.33	89.50	67.13	16.27	2.62	4.87		
平均					201.91	37.01	15.48	2.22	7.28		

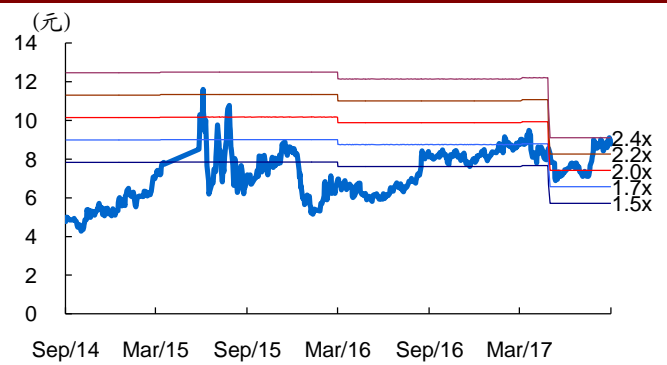
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 岳阳林纸历史 PE Band



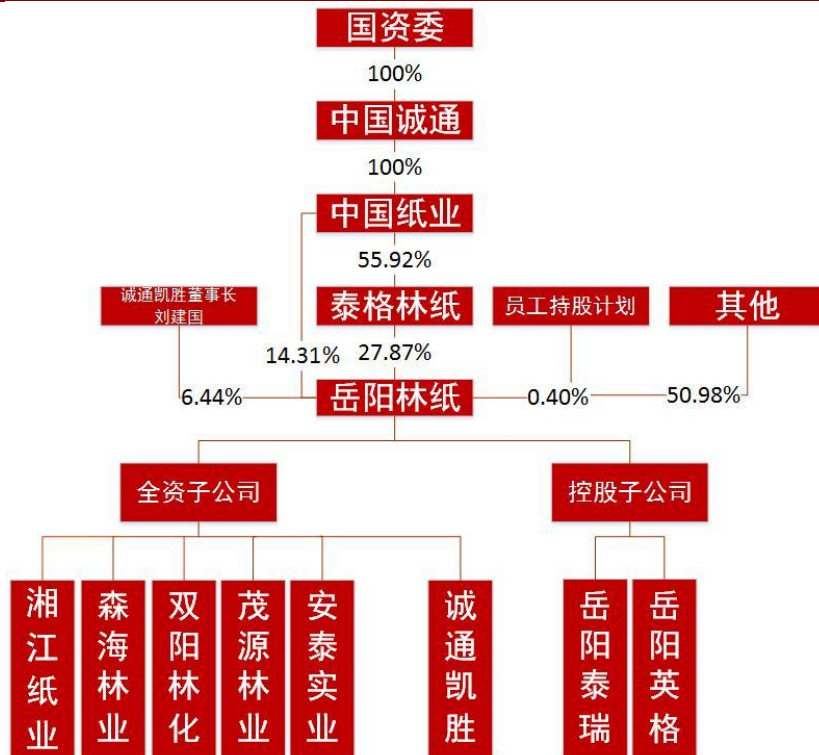
资料来源: 贝格数据、招商证券

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

附一：河北雄安新区启动秋冬季合作造林实验工作

资料来源：新华网

原文链接：http://news.xinhuanet.com/2017-09/20/c_1121697749.htm

新华社石家庄9月20日电(记者 王昆)记者20日从河北雄安新区管委会了解到，雄安新区围绕生态优先、绿色发展的理念，依法依规启动秋冬季合作造林实验工作，计划造林1万亩。

雄安新区秋冬季合作造林坚持政府主导、“三变”合作、多元发展、共建共享的原则，创新造林经营机制和模式，建设近自然“千年秀林”。

然而，新区秋冬造林所构建的是平原地区大面积的异龄复层混交近自然森林，这在我国尚属首例。雄安新区管委会有关负责人表示，新区初步选定容城县平王乡仇小王村南保静公路北侧175亩地块作为合作造林实验区，这一做法得到了中国科学院院士、全国著名森林经理学家唐守正先生的指导和肯定。

在合作造林实验区内，先期开展植树造林全过程的实验，从规划设计、用地模式、合作机制、苗木选择、技术规范、施工管理、行政指挥等方面进行全面实战演练。待实验结束后，编制《雄安新区植树造林工作手册》，为指导新区秋冬季植树造林提供政策、机制和技术支撑。

“新区坚持改革创新，正在探索一套适合新区规模造林的经营机制和模式。”河北雄安新区管委会有关负责人表示，在经营机制方面，可以通过以企业与农户或集体间多要素多方式合作，使资源变资产、资金变股金、农民变股东。在经营模式方面，借鉴以经济林反哺生态林、以商业带动农业、以旅游促富裕的先进经验，有效增加农民工资性、财产性、经营性收入，让农民在新区发展中实现更多的获得感，增强参与支持植树造林的积极性和主动性，形成推动生态文明建设的共识和合力。

附二：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，是以习近平总书记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。

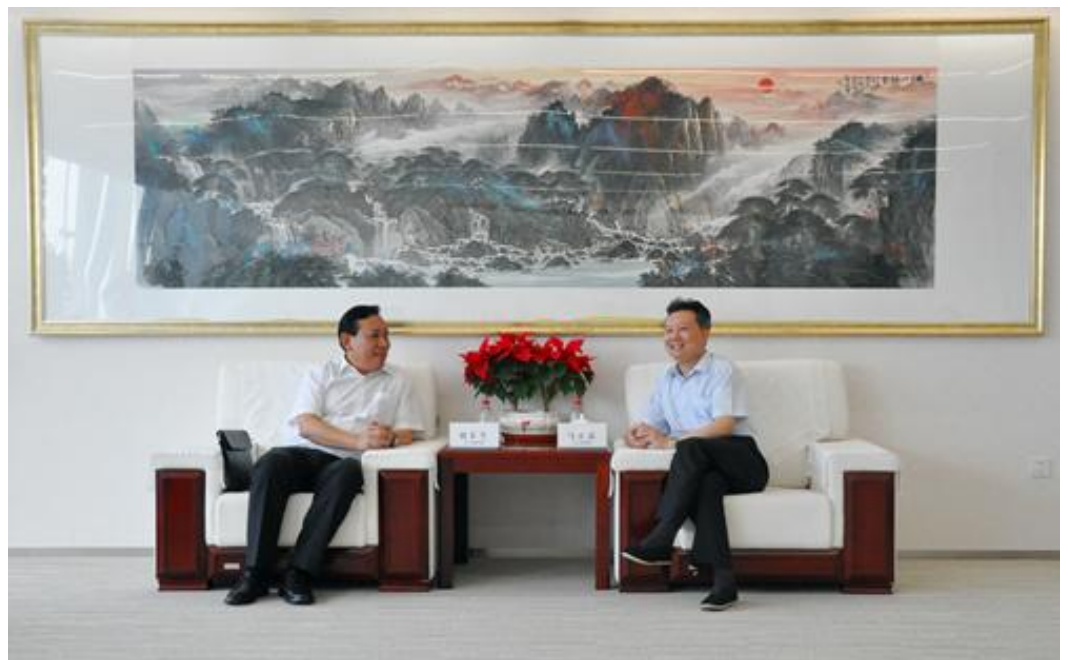
中国诚通集团党委明确了参与新区建设的总体思路和具体举措。一是成立由马正武同志任组长、朱碧新同志任副组长、集团其他党政班子成员为组员的“中国诚通集团参与雄安新区建设工作领导小组”，全面领导和组织实施集团参与雄安新区建设工作。二是明确了参与新区建设的总体思路：充分发挥国有资本运营公司的独特作用，在优化国资配置、创新国资服务模式、产融结合创新等方面参与新区建设；充分发挥中国国有企业结构调整基金的优势，通过设立新区专项建设子基金、新区产业投资子基金等方式，协同央企，引导社会优质资本，在新区培育发展高端新产业、聚集金融资源等方面参与新区建设；充分发挥集团高端物流产业优势，在雄安新区建设和发展中提供全方位的仓储物流、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。

附三：“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）—业绩超预期，园林 PPP 业务盈利能力凸显》2017-08-26
- 2、《岳阳林纸（600963）—政策红利加速，订单落地可期》2017-08-19
- 3、《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

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	-23.5	324.5	34.8	20.2	9.1
PB	1.8	1.7	2.1	1.9	1.6
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。