

岳阳林纸(600963.SH)

装修装饰行业

评级：买入 维持评级

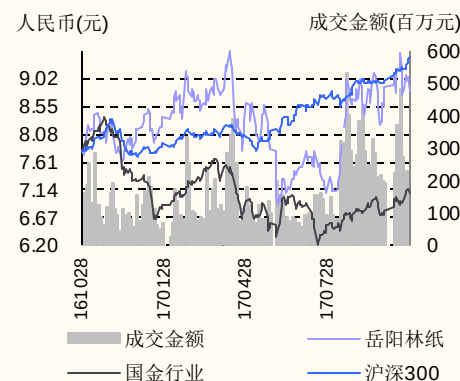
公司点评

市场价格(人民币): 8.81 元
目标价格(人民币): 9.80-9.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,043.16
总市值(百万元) 12,314.03
年内股价最高最低(元) 9.48/6.89
沪深 300 指数 4021.97
上证指数 3416.81



相关报告

1. 《业绩高增长, 背靠央企布局雄安未来发展可期-岳阳林纸公司点评》, 2017.10.16
2. 《转型园林势如破竹, 纸业回暖轻装前行-岳阳林纸公司点评》, 2017.8.28
3. 《华丽转身, 唯一园林央企开启新时代-岳阳林纸公司深度研究》, 2017.8.14

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人
shirenwang@gjzq.com.cn

业绩符合预期高增, 造纸叠加园林未来可期

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.374	0.027	0.238	0.405	0.514
每股净资产(元)	5.01	5.04	5.47	5.91	6.50
每股经营性现金流(元)	0.01	0.90	-0.23	0.85	0.46
市盈率(倍)	-22.01	301.91	37.03	21.75	17.15
行业优化市盈率(倍)	40.83	40.83	40.83	40.83	40.83
净利润增长率(%)	-3035.16%	-107.24%	1077.88%	70.25%	26.85%
净资产收益率(%)	-7.46%	0.54%	5.83%	9.19%	10.60%
总股本(百万股)	1,043.16	1,043.16	1,397.73	1,397.73	1,397.73

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

10月27日, 公司发布2017年第三季度报告, 前三季度公司营收/归母净利润分别为40.55/1.99亿元, 同比+17.49%/+977.89%; 前三季度基本EPS为0.166元/股, 同比+730.00%; 前三季度加权ROE为3.14%, 同比+2.79pct。

经营分析

- **业绩符合预期高增, 造纸叠加园林未来可期:** 1) 公司前三季度实现营收/归母净利润分别为40.55/1.99亿元, 同比+17.49%/+977.89%, 主要系主业造纸业量价齐升及新增园林业务高盈利水平所致。2) 分季度来看, Q1/Q2/Q3归母净利润分别为0.15/0.67/1.18亿元, 同比+209%/+651%/+2317%, Q3环比+77.9%, 全年业绩高速增长趋势清晰。3) 公司前三季度毛利率/净利率分别为22.45%/4.93%, 同比+5.96pct/+4.39pct, 公司盈利能力显著提高。4) Q3末公司预收款项为4.31亿元, 较上年度末+235.82%, 主要系公司产品市场向好、预收货款增加及收购诚通凯胜生态后合并范围增加所致。5) 公司前三季度销售/管理/财务费用分别同比+30.8%/+25.12%/-2.22%, 销售费用增加主要原因是母公司纸产品市场向好、产品销售量同比增加。
- **主业造纸景气度提升+园林子公司并表双驱动, 业绩爆发有保障:** 1) 公司发多张涨价函, 自10月19日起将各类纸产品上调200-500元/吨不等, 传统纸业在成本上涨、生态环保愈严等因素推动下行业景气度回升, 驱动业绩大幅上涨; 2) 今年5月公司完成对诚通凯盛生态建设有限公司100%股权收购, 六月起合并报表, 预计新增园林业务净利润0.58亿-0.62亿, 2017年至今, 公司公告新签订单67亿元(包括联合中标), 为16年营收(48亿)1.4倍, 公司2016年签署120亿框架协议(已有1.4亿转化为合同), 2017年再签50亿框架协议; 订单充足叠加170亿框架协议落地有望, 公司未来业绩有保障。
- **十九大“美丽中国”强催化, 雄安布局带来潜在订单:** 1) 近日我国召开中共十九大, 首次提出建设“富强民主文明和谐美丽”的社会主义现代化强国的目标, 进一步深化和强化了“美丽中国”, 自十八大首次将生态文明建设提升到“五位一体”的总体布局高度以来, 生态文明建设地位不断提高, 园林行业再迎强催化; 2) 公司拟设立“雄安新区办事处”, 开展与苗木基地建设、生态建设相关的前期准备工作, 母公司中国诚通集团成立“参与雄安新区

区建设工作领导小组”、马正武董事长任组长，建设绿色宜居雄安将为公司带来潜在订单。

投资建议

- 我们预测公司 17/18 年归母净利润为 3.6/6.2 亿，EPS 分别为 0.26/0.44 元/股，给予目标价格 9.8 元，对应 2017/2018 年 PE 估值分别为 38/22 倍。

风险提示

造纸行业毛利率下降的风险，林地存货贬值的风险，凯盛园林毛利率下降的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,583	5,929	4,799	6,930	9,029	10,660
增长率		-9.9%	-19.1%	44.4%	30.3%	18.1%
主营业务成本	-5,691	-5,123	-3,993	-5,295	-6,718	-7,888
%销售收入	86.5%	86.4%	83.2%	76.4%	74.4%	74.0%
毛利	892	806	805	1,635	2,311	2,772
%销售收入	13.5%	13.6%	16.8%	23.6%	25.6%	26.0%
营业税金及附加	-27	-29	-38	-55	-72	-85
%销售收入	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-276	-259	-202	-291	-379	-448
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-375	-620	-375	-541	-704	-831
%销售收入	5.7%	10.5%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	214	-103	191	748	1,155	1,407
%销售收入	3.2%	n.a	4.0%	10.8%	12.8%	13.2%
财务费用	-521	-444	-203	-386	-465	-477
%销售收入	7.9%	7.5%	4.2%	5.6%	5.2%	4.5%
资产减值损失	-9	-48	-76	-39	-31	-54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	6	30	30	30
%税前利润	0.0%	-1.4%	15.3%	6.3%	3.7%	2.9%
营业利润	-316	-589	-81	353	689	906
营业利润率	n.a	n.a	n.a	5.1%	7.6%	8.5%
营业外收支	365	209	123	125	123	123
税前利润	49	-379	42	478	812	1,029
利润率	0.8%	n.a	0.9%	6.9%	9.0%	9.6%
所得税	-36	-11	-14	-143	-243	-309
所得税率	73.1%	n.a	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	13	-390	28	334	568	720
少数股东损益	0	0	0	2	2	2
归属于母公司的净利润	13	-390	28	332	566	718
净利率	0.2%	n.a	0.6%	4.8%	6.3%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	13	-390	28	334	568	720
少数股东损益	0	0	0	2	2	2
非现金支出	570	588	458	373	397	454
非经营收益	150	234	191	193	313	326
营运资金变动	885	-424	259	-1,135	-387	-1,016
经营活动现金净流	1,617	8	935	-235	891	484
资本开支	1	-29	-84	-1,329	-350	-420
投资	0	0	0	-12	0	0
其他	-3	-80	-11	30	30	30
投资活动现金净流	-2	-110	-96	-1,311	-320	-390
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1,747	647	-1,072	1,733	5	494
其他	2	-388	-220	-278	-576	-588
筹资活动现金净流	-1,744	259	-1,292	1,455	-571	-94
现金净流量	-129	157	-453	-92	0	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	766	793	392	300	300	300
应收款项	1,278	1,563	1,598	2,472	2,970	3,500
存货	5,067	4,834	4,713	6,495	7,304	8,541
其他流动资产	302	245	749	225	223	258
流动资产	7,413	7,434	7,451	9,492	10,796	12,598
%总资产	44.6%	47.8%	52.4%	54.4%	57.2%	60.5%
长期投资	287	2,339	1,079	1,091	1,090	1,090
固定资产	8,498	4,989	4,886	4,988	5,090	5,227
%总资产	51.2%	32.1%	34.3%	28.6%	27.0%	25.1%
无形资产	351	739	718	1,759	1,761	1,763
非流动资产	9,195	8,115	6,777	7,958	8,071	8,219
%总资产	55.4%	52.2%	47.6%	45.6%	42.8%	39.5%
资产总计	16,608	15,550	14,228	17,450	18,868	20,817
短期借款	3,926	3,245	4,304	6,532	6,537	7,029
应付款项	3,647	2,640	2,558	3,483	4,431	5,205
其他流动负债	772	1,648	251	361	363	429
流动负债	8,344	7,532	7,114	10,376	11,330	12,663
长期贷款	1,672	1,363	952	952	952	953
其他长期负债	1,213	1,430	910	419	419	419
负债	11,229	10,325	8,975	11,747	12,701	14,035
普通股股东权益	5,379	5,225	5,253	5,701	6,163	6,777
少数股东权益	0	0	0	2	4	6
负债股东权益合计	16,608	15,550	14,228	17,450	18,868	20,817

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.013	-0.374	0.027	0.238	0.405	0.514
每股净资产	5.156	5.008	5.036	5.465	5.908	6.496
每股经营现金净流	1.550	0.008	0.897	-0.225	0.854	0.464
每股股利	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	0.25%	-7.46%	0.54%	5.83%	9.19%	10.60%
总资产收益率	0.08%	-2.51%	0.20%	1.91%	3.00%	3.45%
投入资本收益率	0.49%	-0.99%	1.17%	3.85%	5.74%	6.49%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.41%	-9.93%	-19.07%	44.42%	30.29%	18.06%
EBIT 增长率	-33.43%	-147.96%	-285.99%	292.40%	54.33%	21.82%
净利润增长率	-31.41%	-3035.16%	-107.24%	1077.88%	70.25%	26.85%
总资产增长率	-4.15%	-6.37%	-8.50%	22.64%	8.13%	10.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.8	55.9	68.3	70.0	60.0	60.0
存货周转天数	312.8	352.7	436.3	450.0	400.0	400.0
应付账款周转天数	71.7	76.2	75.8	76.0	76.0	76.0
固定资产周转天数	467.8	302.6	339.6	239.0	189.2	163.9
偿债能力						
净负债/股东权益	105.53%	89.22%	100.50%	133.23%	123.29%	119.38%
EBIT 利息保障倍数	0.4	-0.2	0.9	1.9	2.5	2.9
资产负债率	67.61%	66.40%	63.08%	67.32%	67.32%	67.42%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	16	24	24
增持	0	0	5	11	11
中性	0	1	1	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.32	1.45	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-14	买入	7.66	9.80~9.90
2	2017-08-28	买入	8.67	9.80~9.80
3	2017-10-16	买入	9.10	9.80~9.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH