

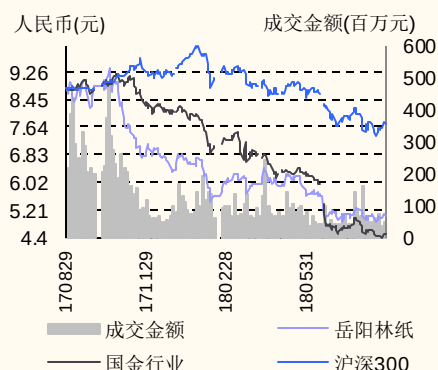
岳阳林纸 (600963.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.01 元
 目标价格 (人民币): 7.52-7.52 元

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) 7,002.64
 年内股价最高最低(元) 9.38/4.85
 沪深 300 指数 3386.57
 上证指数 2769.30



相关报告

- 1.《造纸复苏大幅改善现金流，园林央企实力渐显-岳阳林纸公司点评》2018.3.21
- 2.《造纸园林双丰收，业绩高增亮眼-岳阳林纸公司点评》，2018.1.30
- 3.《业绩符合预期高增，造纸叠加园林未来可期-岳阳林纸公司点评》，2017.10.30
- 4.《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

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

纸价走高促利润高增，资金充沛助园林发力

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.027	0.249	0.428	0.452	0.500
每股净资产(元)	5.04	5.62	6.05	6.50	7.00
每股经营性现金流(元)	0.90	0.79	1.32	0.82	0.77
市盈率(倍)	301.91	25.85	14.56	13.79	12.48
净利润增长率(%)	107.24%	1131.86%	72.23%	5.60%	10.53%
净资产收益率(%)	0.54%	4.43%	7.08%	6.96%	7.14%
总股本(百万股)	1,043.16	1,397.73	1,397.73	1,397.73	1,397.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018H1 营收/归母净利 33.98/2.96 亿元，同比增长 35.6%/263.3%。

经营分析

- **利润高速增长，盈利能力增强。**1) 公司上半年营收/归母净利/扣非归母净利分别为 33.98/2.96/2.79 亿元，同比+35.6%/263.27%/348.89%，业绩增速大超预期。业绩高增主要原因是母公司造纸业务销售价格持续走高以及园林业绩高速增长。2) 公司上半年毛利率/净利率分别为 24.5%/8.7%，较去年同期提升 1.3pcts/5.5pcts，毛利率上升主因是产品价格上涨，净利率提升幅度大于毛利率是因为期间费用率下降 5.1pcts 至 13.4%。因去年增发募资偿还部分负债，公司 2018H1 财务费用率下降 4.2pcts 至 1.3%；同时，上半年销售/管理费用率下降 0.4pct/0.6pct 至 4.4%/7.7%。3) 公司经营活动产生的现金流净额达 5.89 亿元，同比回落 2%。收现比/付现比分别-0.4pcts/+6.5pcts 至 81.6%/48.7%，保持对上游较强议价能力。4) 资产负债率降低 4pcts 至 48.4%，长期资本负债率下降 5.5pcts 至 12.8%，资本结构进一步优化。
- **预计下半年造纸业务增速有所回落，园林板块增长提速。**1) 传统造纸业务受益于供给侧改革和环保趋严量价齐升，多家造纸企业中报业绩亮眼，太阳纸业业绩同比+40%，山鹰纸业业绩预增 106%。母公司 2018 H1 业绩达 2.34 亿元，同增 138%，Q1/Q2 贡献业绩达 1.48/0.86 亿元，母公司造纸业务贡献边际下降。现阶段废纸价格持续上行，带动造纸行业景气度提升，但考虑 2017 年下半年以来纸价大幅提升，预计今年下半年造纸业务增速将有所回落。2) 公司 2017 年 5 月收购凯胜园林，2018 H1 园林业务业绩同比+121.55%至 5408 万元。公司 2018H1 园林业务中标项目金额 4.29 亿元，园林板块订单营收比 1.3 倍，叠加在手框架协议 192 亿元有望逐步落地，公司园林业务未来业绩有较高保障。3) 公司融资方式多样，3 月 16 日公告拟发行不超过 20 亿元的中期票据；3 月 21 日，10 亿短融获准注册；公司当前资产负债率仅 48%，资产质量较高，加杠杆空间充足；同时，园林板块多为民营企业，公司拥有国资背景，在融资方面有更多的潜在便利和可能。

投资建议

- 预计公司 2018/2019 年 EPS 分别为 0.43/0.45 元/股，维持目标价 7.52 元，对应 2018/2019 年 PE 分别 17.5/16.7 倍。

风险提示: 造纸行业毛利率下降，林地存货贬值，凯胜园林毛利率下降。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,929	4,799	6,144	7,082	7,441	7,912
增长率		-19.1%	28.0%	15.3%	5.1%	6.3%
主营业务成本	-5,123	-3,993	-4,677	-5,221	-5,486	-5,835
%销售收入	86.4%	83.2%	76.1%	73.7%	73.7%	73.8%
毛利	806	805	1,466	1,860	1,954	2,076
%销售收入	13.6%	16.8%	23.9%	26.3%	26.3%	26.2%
营业税金及附加	-29	-38	-65	-78	-82	-87
%销售收入	0.5%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-259	-202	-269	-319	-327	-340
%销售收入	4.4%	4.2%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用	-620	-375	-429	-474	-484	-514
%销售收入	10.5%	7.8%	7.0%	6.7%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	-103	191	704	989	1,061	1,135
%销售收入	n.a	4.0%	11.5%	14.0%	14.3%	14.3%
财务费用	-444	-203	-143	-132	-189	-178
%销售收入	7.5%	4.2%	2.3%	1.9%	2.5%	2.2%
资产减值损失	-48	-76	-175	-70	-40	-36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	4	5	5	5
%税前利润	-1.4%	15.3%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%
营业利润	-589	-81	465	793	837	926
营业利润率	n.a	n.a	7.6%	11.2%	11.3%	11.7%
营业外收支	209	123	6	6	6	6
税前利润	-379	42	471	799	843	932
利润率	n.a	0.9%	7.7%	11.3%	11.3%	11.8%
所得税	-11	-14	-123	-200	-211	-233
所得税率	n.a	32.9%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-390	28	348	599	632	699
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-390	28	348	599	632	699
净利率	n.a	0.6%	5.7%	8.5%	8.5%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	-390	28	348	599	632	699
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	588	458	596	419	414	437
非经营收益	234	191	167	234	194	186
营运资金变动	-424	259	-10	592	-95	-241
经营活动现金净流	8	935	1,101	1,844	1,146	1,081
资本开支	-29	-84	-78	-354	-374	-404
投资	0	0	-824	-100	-200	-300
其他	-80	-11	5	5	5	5
投资活动现金净流	-110	-96	-897	-449	-569	-699
股权募资	0	0	2,256	0	0	0
债权募资	647	-1,072	-776	-1,048	-222	-15
其他	-388	-220	-1,488	-245	-205	-197
筹资活动现金净流	259	-1,292	-8	-1,294	-427	-212
现金净流量	157	-453	196	101	150	170

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	793	392	599	700	850	1,020
应收款项	1,563	1,598	2,269	1,853	1,910	2,002
存货	4,834	4,713	5,503	5,651	5,862	6,155
其他流动资产	245	749	976	1,008	1,025	1,047
流动资产	7,434	7,451	9,347	9,211	9,647	10,224
%总资产	47.8%	52.4%	60.5%	59.8%	60.1%	60.3%
长期投资	2,339	1,079	36	136	336	636
固定资产	4,989	4,886	4,742	4,753	4,759	4,768
%总资产	32.1%	34.3%	30.7%	30.8%	29.6%	28.1%
无形资产	739	718	1,213	1,213	1,213	1,213
非流动资产	8,115	6,777	6,094	6,204	6,410	6,719
%总资产	52.2%	47.6%	39.5%	40.2%	39.9%	39.7%
资产总计	15,550	14,228	15,440	15,415	16,057	16,942
短期借款	3,245	4,304	4,210	3,196	2,974	2,958
应付款项	2,640	2,558	2,278	2,634	2,849	3,030
其他流动负债	1,648	251	267	336	352	373
流动负债	7,532	7,114	6,756	6,166	6,175	6,361
长期贷款	1,363	952	759	759	759	759
其他长期负债	1,430	910	70	36	36	36
负债	10,325	8,975	7,585	6,961	6,970	7,157
普通股股东权益	5,225	5,253	7,855	8,454	9,087	9,786
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	15,550	14,228	15,440	15,415	16,057	16,942

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	-0.374	0.027	0.249	0.428	0.452	0.500
每股净资产	5.008	5.036	5.620	6.049	6.501	7.001
每股经营现金净流	0.008	0.897	0.788	1.319	0.820	0.774
每股股利	0.038	0.152	0.152	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-7.46%	0.54%	4.43%	7.08%	6.96%	7.14%
总资产收益率	-2.51%	0.20%	2.25%	3.89%	3.94%	4.13%
投入资本收益率	-0.99%	1.17%	4.05%	5.98%	6.21%	6.30%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.93%	-19.07%	28.03%	15.27%	5.07%	6.33%
EBIT增长率	N/A	-285.99%	269.05%	40.56%	7.26%	6.94%
净利润增长率	3035.16%	107.24%	1131.86%	72.23%	5.60%	10.53%
总资产增长率	-6.37%	-8.50%	8.52%	-0.16%	4.16%	5.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.9	68.3	50.8	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	352.7	436.3	398.6	395.0	390.0	385.0
应付账款周转天数	76.2	75.8	75.6	75.5	75.5	75.5
固定资产周转天数	302.6	339.6	277.5	241.3	229.9	216.6
偿债能力						
净负债/股东权益	89.22%	100.50%	55.65%	38.50%	31.73%	27.57%
EBIT利息保障倍数	-0.2	0.9	4.9	7.5	5.6	6.4
资产负债率	66.40%	63.08%	49.13%	45.16%	43.41%	42.24%

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	0	2	2	9
增持	0	0	0	0	6
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	3.00	1.67	1.67	1.59

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
4	2017-10-30	买入	8.81 9.80~9.80
5	2018-01-30	买入	6.73 9.80~9.80
6	2018-03-21	买入	6.24 9.80~9.80

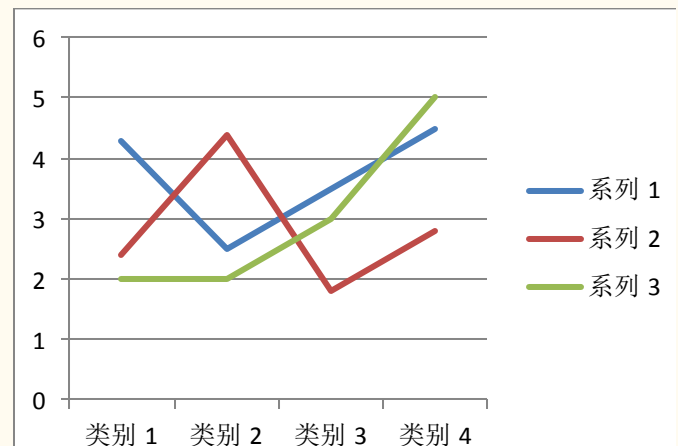
来源：国金证券研究所

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



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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