

岳阳林纸 (600963.SH)

2020年业绩高增，国改优化持续推进

事件：岳阳林纸发布2020年度业绩预告，公司预计2020年度归母净利润同比增长27.7%-43.7%至4-4.5亿，扣非归母净利润32.3%-52.1%至3.34-3.84亿。

公司持续推动国企改革，优化资产结构，提升资产回报率。自2017年定增引入外部战投，收购浙江优质生态园林企业诚通凯盛，完成国企混合所有制改革，公司从此迈向国企市场化管理制度改革征程，降本提质增效成为公司过去两年发展主旋律。

与此同时，公司继续运用央企资源禀赋优势。2020年，在新冠疫情最为严重的上半年，多数同行业公司因运输问题发货困难，导致销量下滑，岳阳林纸利用自身横向河运，纵向铁路专线的运输优势，在最困难的时段，保证了客户的正常经营，获得产业链一致好评，使得公司在2020年这个特殊的年景中，维持盈利高速增长的核心原因。

公司于2021年1月3日公告，向激励对象授予3999.99万股限制性股票，激励对象共计293人，首次授予限制性股票价格2.52元/股，根据公司2019年度折旧、摊销、利息费用等数据推算，本次股权激励的对赌业绩限制要求，公司在2022/2023/2024年需分别实现净利润7.54亿/8.68亿/9.98亿，较2019年分别增长141%/177%/219%，绑定核心员工利益，推出高增长、高回报的激励政策，更显公司市场化运营的决心。

继续推行“浆纸+生态”双核可持续发展道路，践行优质国有资产价值深挖。岳阳林纸在产业布局，生产研发技术，资源禀赋等方面均处国内造纸行业头部地位，地处长江流域，京广铁路沿线交汇处，水资源丰富，也是国内拥有林地资源最多的造纸企业之一，同时与多家大型出版印刷企业拥有长期合作关系。经过过去3年的持续管理提质增效，我们认为公司有望进一步提升盈利能力。2017年通过定增收购的浙江凯胜园林已改名为“诚通凯盛”，成为名副其实的央企生态公司，诚通凯盛在过去3年的外部逆境环境中，维持平稳发展态势，没有历史包袱，轻装等待下一轮国内生态建设高潮。

我们预计公司2020~2022年实现归母净利润4.25/5.64/7.56亿元，同比增长35.7%/32.7%/34.1%，对应PE估值18.9X/14.2X/10.6X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续蔓延、国内需求恢复不及预期、原材料价格波动、行业政策风险、应收账款风险、信用环境收紧风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,013	7,106	7,600	10,876	14,406
增长率 yoy (%)	14.1	1.3	6.9	43.1	32.5
归母净利润(百万元)	366	313	425	564	756
增长率 yoy (%)	5.2	-14.4	35.7	32.7	34.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.17	0.24	0.31	0.42
净资产收益率(%)	4.5	3.8	4.9	6.2	7.7
P/E(倍)	22.0	25.6	18.9	14.2	10.6
P/B(倍)	0.98	0.97	0.93	0.88	0.82

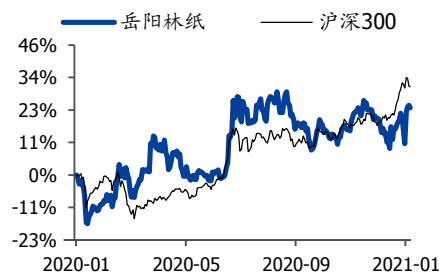
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	4.42
总市值(百万元)	7,978.33
总股本(百万股)	1,805.05
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	20.21

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《岳阳林纸(600963.SH)：2020上半年业绩表现符合预期，下半年园林业务释放利润》2020-08-19
- 2、《岳阳林纸(600963.SH)：2020上半年无惧疫情逆势增长，下半年园林业务释放利润》2020-07-14
- 3、《岳阳林纸(600963.SH)：2020Q1业绩将延续高速增长，浆纸园林业务双轮驱动》2020-04-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8920	9534	15300	23651	28193
现金	330	1196	5782	8274	10960
应收票据及应收账款	1033	1000	1174	1938	2184
其他应收款	864	591	965	1261	1687
预付账款	393	351	444	694	813
存货	5822	5947	6488	11035	12101
其他流动资产	479	448	448	448	448
非流动资产	5944	6016	6154	8278	10232
长期投资	29	29	35	40	46
固定资产	4361	4006	4190	6272	8197
无形资产	676	656	700	679	662
其他非流动资产	878	1325	1230	1287	1328
资产总计	14865	15550	21455	31929	38425
流动负债	5694	5744	11536	21452	27331
短期借款	3394	2779	8948	17083	22681
应付票据及应付账款	1515	1542	1688	2863	3146
其他流动负债	784	1424	899	1505	1504
非流动负债	980	1523	1278	1323	1246
长期借款	759	1345	1099	1145	1068
其他非流动负债	222	178	178	178	178
负债合计	6674	7268	12813	22775	28578
少数股东权益	22	22	22	22	22
股本	1398	1398	1817	1817	1817
资本公积	5951	5951	5531	5531	5531
留存收益	819	1095	1470	1952	2600
归属母公司股东权益	8168	8260	8619	9132	9825
负债和股东权益	14865	15550	21455	31929	38425

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	844	602	-76	-2505	741
净利润	366	313	425	564	756
折旧摊销	420	385	361	479	682
财务费用	148	104	291	615	953
投资损失	-3	7	-5	-5	-5
营运资金变动	-135	-293	-1148	-4157	-1644
其他经营现金流	47	87	-1	-1	-1
投资活动现金流	-158	289	-494	-2596	-2630
资本支出	423	431	133	2118	1949
长期投资	-8	0	-5	-5	-5
其他投资现金流	256	720	-366	-483	-687
筹资活动现金流	-924	-309	-1792	-41	-2024
短期借款	-47	-615	-779	500	-1000
长期借款	-1	586	-245	45	-77
普通股增加	0	0	419	0	0
资本公积增加	0	-1	-419	0	0
其他筹资现金流	-876	-279	-768	-586	-947
现金净增加额	-240	579	-2362	-5142	-3913

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7013	7106	7600	10876	14406
营业成本	5555	5762	6088	8579	11327
营业税金及附加	50	46	61	87	107
营业费用	310	317	312	435	504
管理费用	269	259	228	326	375
研发费用	189	225	213	272	360
财务费用	148	104	291	615	953
资产减值损失	93	-47	-38	-54	-72
其他收益	45	100	85	85	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-7	5	5	5
资产处置收益	6	0	1	1	1
营业利润	453	417	536	707	943
营业外收入	25	5	5	5	5
营业外支出	14	38	20	20	20
利润总额	464	384	521	692	928
所得税	98	71	96	128	171
净利润	366	313	425	564	756
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	366	313	425	564	756
EBITDA	1130	990	1174	1785	2563
EPS (元)	0.20	0.17	0.24	0.31	0.42

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	1.3	6.9	43.1	32.5
营业利润(%)	-2.5	-8.0	28.6	31.8	33.4
归属于母公司净利润(%)	5.2	-14.4	35.7	32.7	34.1
获利能力					
毛利率(%)	20.8	18.9	19.9	21.1	21.4
净利率(%)	5.2	4.4	5.6	5.2	5.3
ROE(%)	4.5	3.8	4.9	6.2	7.7
ROIC(%)	4.4	3.7	3.5	3.8	4.5
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	46.7	59.7	71.3	74.4
净负债比率(%)	52.5	45.8	54.6	114.6	136.0
流动比率	1.6	1.7	1.3	1.1	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.0	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.17	0.24	0.31	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.33	-0.04	-1.39	0.41
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.58	4.78	5.06	5.44
估值比率					
P/E	22.0	25.6	18.9	14.2	10.6
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.0	12.0	10.9	10.4	8.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com