

岳阳林纸（600963）

有望成为“雄安新区”建设受益标的

事件：

据国家企业信用信息公示系统官网显示，“中国雄安建设投资集团有限公司”已于 2017 年 7 月 18 日正式成立，注册资本 100 亿，国有独资，仅有唯一股东即河北省人民政府，公司法人代表为张维亮。该公司经营范围包括以其自有资金对外投资。

点评：

“中国雄安建设投资有限公司”的成立，标志着雄安新区建设进入实质性操作阶段。下半年雄安新区启动阶段 30 平方公里总体规划即将定稿，意味着能在新区建设中有作为的公司即将浮出水面，市场将一改前期概念炒作节奏，转而寻找确定性上市公司标的。

早在 4 月中旬，国资委党委就召开了理论中心组学习会，对全面支持雄安新区建设作出全面部署。国资委旗下央企将各显其能扮演主要角色。

岳阳林纸母公司中国诚通集团作为重要央企之一，已于 2017 年 4 月成立雄安新区建设领导小组，并明确的参与雄安新区建设的总体思路，思路中提到：1、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；2、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。

因诚通集团内部不许同业竞争的规定，思路 1 中提到的发挥集团生态建设领域经验，所对应的执行单位将大概率是岳阳林纸旗下诚通凯胜生态建设公司，加之雄安新区重点建设方向即在生态领域，我们判断，岳阳林纸旗下的诚通凯胜将有望在雄安新区建设中有作为。

因雄安新区建设规格之高，规模之大史无前例，先期新区建设需要大量投资，资金实力将成为竞争雄安新区项目的决定性因素，这也是先期启动阶段，具备广泛融资渠道的央企具备绝对竞争优势的门槛。思路 2 中提到的中国国有企结构调整基金系中国诚通集团牵头成立，总体规模在 3000 亿左右，有该基金作为资金后盾，配合集团与政策性银行的战略合作支持，岳阳林纸旗下的诚通凯胜将能放开手脚，全力从业务角度切入雄安新区建设工作。

岳阳林纸作为诚通集团旗下国企改革措施执行最为全面彻底的上市平台，国有资本占股比例达到 40%，做大岳纸市值，将成为集团国资运营的标杆性案例。符合集团上下一致利益。

我们预计，公司 2017-18 年实现净利润 3.5 亿，6.6 亿，当前股价对应 PE 为 28 倍，15 倍，随公司后期项目逐步落地，估值切换将有望触发股价上升。维持“买入”评级。

风险提示：公司业务执行效率偏低，导致订单落地不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,929.11	4,798.57	6,015.99	8,408.71	10,128.43
增长率(%)	(9.93)	(19.07)	25.37	39.77	20.45
EBITDA(百万元)	395.12	503.44	966.59	1,371.89	1,663.75
净利润(百万元)	(389.98)	28.23	349.79	656.50	877.40
增长率(%)	(3,035.16)	(107.24)	1,139.13	87.69	33.65
EPS(元/股)	(0.28)	0.02	0.25	0.47	0.63
市盈率(P/E)	(25.48)	352.05	28.41	15.14	11.33
市净率(P/B)	1.90	1.89	1.27	1.17	0.91
市销率(P/S)	1.68	2.07	1.65	1.18	0.98
EV/EBITDA	27.55	24.20	17.76	9.28	8.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.16 元
目标价格	12 元
上次目标价	12 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,397.73
流通 A 股股本(百万股)	1,043.16
A 股总市值(百万元)	10,007.77
流通 A 股市值(百万元)	7,469.02
每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	63.21
一年内最高/最低(元)	9.58/6.52

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《岳阳林纸-公司点评:半年报预增 5 倍，超市场预期》 2017-07-02
- 2 《岳阳林纸-公司研究简报:凯胜掌舵人入董事会，混改更进一步》 2017-06-27
- 3 《岳阳林纸-公司点评:13.16 亿项目落地，开启订单加速释放序幕》 2017-05-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	792.65	391.51	601.60	1,009.05	1,012.84
应收账款	1,055.53	1,272.24	1,568.65	1,113.08	1,948.29
预付账款	234.51	262.05	444.71	310.28	691.19
存货	4,833.63	4,712.97	8,113.39	7,032.28	10,019.33
其他	518.04	812.51	994.64	843.11	1,480.11
流动资产合计	7,434.37	7,451.28	11,722.98	10,307.80	15,151.76
长期股权投资	30.57	30.27	30.27	973.27	973.27
固定资产	4,915.81	4,465.19	7,894.18	7,581.25	7,230.17
在建工程	72.99	419.87	251.92	199.15	149.49
无形资产	733.59	715.17	684.06	664.62	645.18
其他	2,362.39	1,146.45	1,286.08	652.10	396.52
非流动资产合计	8,115.34	6,776.95	10,146.51	10,070.39	9,394.63
资产总计	15,549.71	14,228.23	21,869.50	20,378.19	24,546.39
短期借款	3,161.18	3,469.34	6,911.32	3,538.42	4,940.63
应付账款	1,543.20	1,404.37	1,544.25	2,650.32	2,503.51
其他	2,827.91	2,239.92	2,731.97	3,450.49	3,489.19
流动负债合计	7,532.29	7,113.63	11,187.54	9,639.23	10,933.32
长期借款	1,363.02	952.02	1,657.06	1,100.00	1,593.91
应付债券	846.22	414.59	701.82	654.21	590.21
其他	583.53	495.11	482.33	520.32	499.25
非流动负债合计	2,792.78	1,861.72	2,841.21	2,274.54	2,683.37
负债合计	10,325.06	8,975.35	14,028.75	11,913.77	13,616.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,043.16	1,043.16	1,397.73	1,397.73	1,397.73
资本公积	4,051.19	4,051.19	5,987.16	5,987.16	7,633.53
留存收益	4,181.49	4,209.72	6,443.01	7,066.69	9,531.96
其他	(4,051.19)	(4,051.19)	(5,987.16)	(5,987.16)	(7,633.53)
股东权益合计	5,224.65	5,252.88	7,840.75	8,464.43	10,929.70
负债和股东权益总	15,549.71	14,228.23	21,869.50	20,378.19	24,546.39

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(389.98)	28.23	349.79	656.50	877.40
折旧摊销	542.13	383.63	458.31	465.29	470.27
财务费用	388.06	198.03	202.00	202.00	202.00
投资损失	(5.19)	(6.45)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	(1,211.88)	29.11	(3,066.69)	3,125.58	(4,718.76)
其它	686.93	304.42	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	10.06	936.97	(2,062.58)	4,443.37	(3,175.09)
资本支出	(2,770.83)	348.02	3,700.78	42.01	71.07
长期投资	30.57	(0.30)	0.00	943.00	0.00
其他	2,630.49	(443.23)	(7,068.46)	(1,111.39)	(184.92)
投资活动现金流	(109.77)	(95.50)	(3,367.69)	(126.39)	(113.85)
债权融资	5,453.86	5,670.72	9,275.00	5,600.30	7,507.15
股权融资	(221.52)	(202.81)	2,088.55	(202.00)	1,444.36
其他	(4,983.29)	(6,773.58)	(5,723.19)	(9,307.83)	(5,658.79)
筹资活动现金流	249.05	(1,305.67)	5,640.36	(3,909.53)	3,292.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	149.35	(464.20)	210.09	407.45	3.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,929.11	4,798.57	6,015.99	8,408.71	10,128.43
营业成本	5,123.39	3,993.08	4,711.72	6,449.07	7,675.54
营业税金及附加	28.76	37.74	48.13	67.27	81.03
营业费用	259.49	202.23	252.67	353.17	425.39
管理费用	620.03	374.78	451.20	588.61	708.99
财务费用	443.76	202.81	202.00	202.00	202.00
资产减值损失	47.74	75.66	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.19	6.45	6.00	6.00	6.00
其他	(10.38)	(12.90)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营业利润	(588.86)	(81.28)	306.27	704.60	991.48
营业外收入	211.61	127.24	150.00	150.00	150.00
营业外支出	2.11	3.87	2.00	2.00	2.00
利润总额	(379.36)	42.09	454.27	852.60	1,139.48
所得税	10.61	13.86	104.48	196.10	262.08
净利润	(389.98)	28.23	349.79	656.50	877.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(389.98)	28.23	349.79	656.50	877.40
每股收益（元）	(0.28)	0.02	0.25	0.47	0.63

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-9.93%	-19.07%	25.37%	39.77%	20.45%
营业利润	86.30%	-86.20%	-476.80%	130.06%	40.71%
归属于母公司净利润	-3035.16%	-107.24%	1139.13%	87.69%	33.65%
获利能力					
毛利率	13.59%	16.79%	21.68%	23.30%	24.22%
净利率	-6.58%	0.59%	5.81%	7.81%	8.66%
ROE	-7.46%	0.54%	4.46%	7.76%	8.03%
ROIC	-1.39%	1.08%	4.39%	4.63%	8.17%
偿债能力					
资产负债率	66.40%	63.08%	64.15%	58.46%	55.47%
净负债率	76.95%	77.64%	37.15%	49.05%	48.53%
流动比率	0.99	1.05	1.05	1.07	1.39
速动比率	0.35	0.38	0.32	0.34	0.47
营运能力					
应收账款周转率	6.01	4.12	4.24	6.27	6.62
存货周转率	1.20	1.01	0.94	1.11	1.19
总资产周转率	0.37	0.32	0.33	0.40	0.45
每股指标（元）					
每股收益	-0.28	0.02	0.25	0.47	0.63
每股经营现金流	0.01	0.67	-1.48	3.18	-2.27
每股净资产	3.74	3.76	5.61	6.06	7.82
估值比率					
市盈率	-25.48	352.05	28.41	15.14	11.33
市净率	1.90	1.89	1.27	1.17	0.91
EV/EBITDA	27.55	24.20	17.76	9.28	8.90
EV/EBIT	-75.01	100.26	33.78	14.04	12.41

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com