

# 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

**事件：公司预告 2020H1 预计实现归母净利润 1.35~1.55 亿元，同比增加 365.4%~434.3%；预计实现扣非归母净利润 1.14~1.34 亿元，同比增长 3604.3%~4254.2%。预计单 Q2 归母净利润为 4770.36~6770.36 万元，同比-22.4%~+10.1%；扣非归母净利润 4036.82~6036.82 万元，同比-21.6%~+17.2%。**

**2020 上半年原材料价格低位，公司盈利同比修复。**2020H1 浆价持续低位盘整，针叶/阔叶浆价格分别同比-12.5%/-28.9%。2020H1 文化纸价格 5980 元/吨，同比-2.3%。2020Q1 延续 2019 年文化纸价格上涨趋势，纸价维持高位；疫情影响文化纸需求，2020Q2 文化纸下滑幅度较大，纸价环比下跌 800 元/吨（-12.5%）。公司 2020Q1 吨纸净利约 800 元/吨，2020Q2 通过成本和费用端优化，根据我们测算预计实现 300~400 元/吨净利。

**下半年造纸业务盈利修复，园林业务释放利润。**2020 年 4~5 月文化纸价格大幅下跌，6 月开始企稳回升，7 月提价落实。2020 年为“十三五”收官年，同时 2021 年建党百年，都将增加党政材料印刷需求，预计将于 2020 年下半年开始招标，需求端支撑逐步增强，纸价有望逐步向上提升，造纸业务利润将修复。园林业务受疫情影响，2020 年 4~5 月份才开工建设，考虑公司 2019 年已有合同订单，预计下半年园林业务利润将逐步释放。

**公司造纸主业成本优势明显，产品结构优异。**2019 年公司技改化机浆投产，公司自给浆比例提升至 50%，增强对原材料控制能力。公司背靠中国纸业，依托中纸进行原材料集采，采购价格低于市场价，具备成本优势。公司 95 万吨文化纸中，大部分为统编教辅材料和党建材料。公司所属集团拥有 210 万吨造纸产能扩建指标，国内统编教材有望进一步推广，2021 年建党百年庆催生党建材料等需求，公司产能存扩张空间。

**收购诚通凯胜进军园林生态领域，背靠中国诚通内外部协同空间广阔。**诚通凯胜是大型央企中国城通控股集团有限公司下属的专业生态公司，市场拓展区域涵盖 14 个省市自治区。2017 年收购完成后，公司获得市政园林与生态景观的重要资质，诚通凯胜生态成为公司承接园林类订单平台，获取项目能力大幅提升。2017 年至今，诚通凯胜已承接生态园林订单合计 45 亿元，是诚通凯胜 2019 年营收的 4.5 倍。背靠强大的央企背景，在央企大股东的支持下，诚通凯胜订单承接资源面相对较广、经验多、实力强，能够承接到较多的优质订单，从而保障公司稳健经营。

**文化纸盈利修复，园林业务扩张助力，维持“买入”评级。**我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润 3.74/5.80/7.55 亿元，同比增长 19.5%/54.9%/30.2%，对应 PE 估值 20.7X/13.4X/10.3X。

**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	374	580	755
增长率 yoy (%)	5.2	-14.4	19.5	54.9	30.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.20	0.17	0.21	0.32	0.42
净资产收益率 (%)	4.5	3.8	4.4	6.4	7.7
P/E (倍)	21.2	24.7	20.7	13.4	10.3
P/B (倍)	0.95	0.94	0.90	0.85	0.79

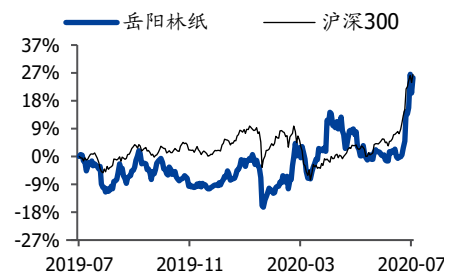
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	4.47
总市值(百万元)	8,068.59
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)	13.45

#### 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

研究助理 黄莎

邮箱: huangsha@gszq.com

#### 相关研究

- 《岳阳林纸 (600963.SH): 2020Q1 业绩将延续高增长，浆纸园林业务双轮驱动》2020-04-09
- 《岳阳林纸 (600963.SH): 浆纸生态产业龙头，双轮驱动加速成长》2020-03-27



**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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	14865	15550	21455	31929	38425
<b>流动负债</b>	5694	5744	11587	21487	27368
短期借款	3394	2779	8999	17119	22718
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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	6674	7268	12864	22810	28615
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	1425	1921	2567
归属母公司股东权益	8168	8260	8568	9097	9788
<b>负债和股东权益</b>	14865	15550	21455	31929	38425

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	844	602	-126	-2487	741
净利润	366	313	374	580	755
折旧摊销	420	385	361	479	682
财务费用	148	104	293	618	955
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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-924	-309	-1015	-543	-1026
短期借款	-47	-615	0	0	0
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	-770	-588	-949
<b>现金净增加额</b>	-240	579	-1634	-5627	-2915

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	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	334	348	432
管理费用	269	259	251	337	447
研发费用	189	225	228	326	360
财务费用	148	104	293	618	955
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
<b>营业利润</b>	453	417	474	726	941
营业外收入	25	5	5	5	5
营业外支出	14	38	20	20	20
<b>利润总额</b>	464	384	459	711	926
所得税	98	71	85	131	171
<b>净利润</b>	366	313	374	580	755
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	366	313	374	580	755
EBITDA	1130	990	1113	1807	2563
EPS (元)	0.20	0.17	0.21	0.32	0.42

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	1.3	6.9	43.1	32.5
营业利润(%)	-2.5	-8.0	13.6	53.1	29.6
归属于母公司净利润(%)	5.2	-14.4	19.5	54.9	30.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.8	18.9	19.9	21.1	21.4
净利率(%)	5.2	4.4	4.9	5.3	5.2
ROE(%)	4.5	3.8	4.4	6.4	7.7
ROIC(%)	4.4	3.7	3.2	3.9	4.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.9	46.7	60.0	71.4	74.5
净负债比率(%)	52.5	45.8	55.5	115.4	136.9
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.17	0.21	0.32	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.33	-0.07	-1.38	0.41
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.58	4.75	5.04	5.42
<b>估值比率</b>					
P/E	21.2	24.7	20.7	13.4	10.3
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.7	11.7	11.3	10.1	8.3

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