

强烈推荐-A (维持)

岳阳林纸 600963.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 8.62 元
 2017年05月01日

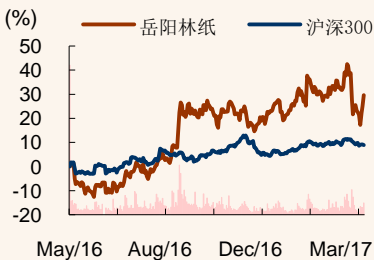
背靠央企股东资源丰富, 昂首进军PPP广阔市场

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	104316
已上市流通股(万股)	104316
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	0.7
资产负债率	63.2%
主要股东	泰格林纸集团股份有
主要股东持股比例	37.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	7	37
相对表现	-4	4	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岳阳林纸(600963)一业绩符合预期, 定增获批文 PPP 新增长点蓄势待发》2017-04-28
- 2、《岳阳林纸(600963)一造纸主业景气助力业绩改善, 环保 PPP 新增长点蓄势待发》2017-03-29
- 3、《岳阳林纸(600963)一重视未来 PPP 项目订单带来的业绩弹性》2016-09-07

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

朱纯阳

010-57601855
 zhucy3@cmschina.com.cn
 S1090515060001

研究助理

王彬鹏

021-68407543
 wangbinpeng@cmschina.com.cn

公司并购凯胜园林交易落定, 我们看好岳阳林纸背靠央企大股东, 为公司园林 PPP 业务带来的丰富项目资源。造纸回暖带来量价齐升, 历史包袱解决接近完成, 预计公司 2017 年、2018 年 PE 为 34.8 和 19.8。维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **并购凯胜园林落地, 获优质园林公司资源。** 凯胜园林具有在全国范围内承接大量园林项目的经验, 具有良好的人员储备、技术储备和市场储备。本次定增将大股东中国纸业、岳阳林纸高管及员工和凯胜园林管理层三方利益绑定, 彰显发展信心, 有望为公司带来每年 1.3 亿元以上的净利润, 同时定增盈利承诺将保证公司未来利润; 同时公司获得园林施工资质, 新盈利增长点确立。
- **实际控制人中国诚通资源丰富, 国企背景为岳阳林纸园林业务开展保驾护航。** 中国诚通是国资委全资控股的大型央企集团, 涉足综合物流服务和林浆纸生产开发及利用等六大业务, 为行业佼佼者, 实力雄厚。2016 年 2 月, 诚通集团被选为国有资本运营公司试点, 本次非公开发行收购凯胜园林完成后, 岳阳林纸作为诚通集团旗下唯一的园林 PPP 业务平台, 将在集团对接的林业以及市政项目中承担施工角色, 在全集团的国企改革试点过程中发挥重要作用。
- **PPP 项目春风吹来, 特色小镇“梨花盛开”。** PPP 项目入库规模不断扩大, 2017 年同比增长一倍, 落地率显著提升。特色小镇成为 PPP 项目新的投资风口, 预计“十三五”期间, 特色小镇基建投资将超万亿, 空间巨大。凯胜园林作为园林施工领先者, 将受益于特色小镇 PPP 项目热潮。
- **我们看好国企背景给岳阳林纸园林 PPP 业务带来的丰富项目资源, 传统造纸主业回暖致使量价齐升, 历史包袱解决接近完成。** 我们看好并购凯胜园林完成后, 公司依靠大股东央企背景带来的丰富项目资源。通过定增将大股东中国纸业、岳阳林纸与凯胜园林管理层多方利益绑定。内外一致共同发力园林 PPP 业务新盈利增长点。预计公司 2017 年和 2018 年净利润分别为 3.53 亿元和 6.08 亿元, 市盈率为 34.8 倍和 19.8 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示: 园林业务发展低于预期、造纸行情发生巨大变化**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5929	4799	6536	9301	11319
同比增长	-10%	-19%	36%	42%	22%
营业利润(百万元)	(589)	(81)	450	867	2074
同比增长	86%	-86%	-653%	93%	139%
净利润(百万元)	(390)	28	353	608	1346
同比增长	-3100%	-107%	1150%	72%	121%
每股收益(元)	(0.37)	0.03	0.25	0.43	0.96
PE	-23.1	318.5	34.2	19.8	9.0
PB	1.7	1.7	2.0	1.9	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 并购凯胜进军 PPP，交易完成对岳阳林纸意义重大.....	5
1 定增并购凯胜完成，园林 PPP 业务终落地.....	5
1.1.1 定增最终落地，调价风险解除.....	5
1.1.2 大股东、凯胜高管及员工持股认购锁三年定增，彰显发展信心.....	5
2 凯胜园林质地优良，盈利承诺保障未来经营发展.....	6
3 本次定增后公司进军园林 PPP 行业，优化公司负债结构.....	10
二 背靠央企大股东诚通，对接集团丰富资源.....	11
1 背靠诚通集团央企大股东，是集团重要的上市平台.....	11
2 诚通集团是 102 家中央企业之一，旗下资产丰富.....	11
3 诚通集团成为国有资产运营公司，岳阳林纸作为园林 PPP 平台地位凸显.....	12
三 PPP 行业订单爆发，特色小镇热潮助力盈利抬升.....	14
1 PPP 模式应用不断扩大.....	14
2 园林行业受益于 PPP 项目的施工收益.....	18
3 特色小镇将成为未来 PPP 投资风口.....	20
4 园林公司享受业绩成长性与估值均较高.....	25
四 传统造纸业务度过最困难时期.....	27
1 受益行业景气，传统造纸业务回暖.....	27
2 骏泰科技和湘江纸业历史拖累逐渐解决.....	28
五 17 年是订单与业务高速增长期，维持“强烈推荐-A”评级.....	30
图 1: 2015 年以来凯胜园林官网披露的竣工和中标项目情况及总部子公司分布.....	7
图 2: 公司设计成果.....	7
图 3: 岳阳林纸简要股权结构.....	11
图 4: 国资委角色转变.....	13

图 5: 中国诚通集团六个上市公司控股关系图	13
图 6: PPP 项目的基本框架	14
图 7: 2016-2017Q1 入库 PPP 项目数大幅增加	15
图 8: 2016-2017Q1 入库 PPP 项目投资额大幅增加	15
图 9: 2016-2017Q1 各阶段 PPP 项目数	15
图 10: 2016-2017Q1 各阶段 PPP 投资额 (万亿元)	15
图 11: PPP 项目落地率稳步提升	16
图 12: 示范项目整体落地率不断提升	16
图 13: 第三批示范项目各阶段项目数	16
图 14: 2017 年 3 月末各领域 PPP 项目数分布	17
图 15: 2017 年 3 月末各领域 PPP 项目投资额分布	17
图 16: PPP 项目落地数按区域分布	17
图 17: PPP 项目落地金额按区域分布	17
图 18: 2017 年 3 月末不同回报机制项目数占比	18
图 19: 2017 年 3 月末不同回报机制项目金额占比	18
图 20: 2017 年 3 月末不同回报机制项目数占比变化	18
图 21: 2017 年 3 月末不同回报机制项目金额占比变化	18
图 22: 具体 PPP 项目框架结构	19
图 23: 特色小镇结合城市和乡村功能	20
图 24: 第一批 127 个特色小镇在全国的分布	23
图 25: 特色小镇 PPP 模式	24
图 26: 第一批特色小镇 PPP 项目情况	25
图 27: 第一批特色小镇购买市场化项目情况	25
图 28: 岳阳林纸营业收入恢复增长	27
图 29: 造纸业务贡献岳阳林纸主要收入	27
图 30: 岳阳林纸历年造纸及纸质品收入和同比	28

图 31: 岳阳林纸净利润恢复正增长	28
图 32: 2016 年下半年来纸价快速上涨	28
图 33: 漂白阔叶浆和漂白针叶浆价格	29
图 34: 岳阳林纸历史 PE Band	31
图 35: 岳阳林纸历史 PB Band	31
表 1: 非公开发行募集资金投资项目	5
表 2: 定向增发对象	6
表 3: 企业资质	8
表 4: 公司 2014 年所获奖项	8
表 5: 公司经典案例	9
表 6: 凯胜园林历史及预计经营业绩	10
表 7: 中央对特色小镇建设的高度重视, 出台了多方面政策	21
表 8: 全国多个省市出台政策推进特色小镇建设	22
表 9: 部分特色小镇的投资情况	23
表 10: 各地特色小镇建设规划统计	24
表 11: 园林板块及园林公司盈利能力、成长性及估值情况	26
表 12: 预计 2017 年、2018 各项业务收入和净利润	30
表 13: 纸业行业估值对比	30

一 并购凯胜进军 PPP，交易完成对岳阳林纸意义重大

公司通过定向增发交易并购凯胜园林，大股东、员工持股计划、凯胜园林实际控制人刘总共同认购锁三年定增，利益绑定助力岳阳林纸进军园林 PPP 行业，与此同时公司通过募集资金补充流动资金和偿还银行贷款，优化了公司的负债结构，为公司长期发展奠定基础。

1 定增并购凯胜完成，园林 PPP 业务终落地

本次定增预案中存在价格锁定，目前证监会已经核准增发批文。本次定增认购方包括大股东中国纸业、凯胜园林大股东刘建国以及岳阳林纸员工持股计划，锁定期为三年，绑定利益同时为公司长期发展提供保障。

1.1.1 定增最终落地，调价风险解除

公司并购凯胜的交易于 2015 年 6 月 17 日公告非公开预案，2016 年 11 月 3 日获得证监会发行审核委员会通过，2017 年 3 月 30 日获得了证监会的核准批复。本次非公开发行价格最终确定为 6.46 元/股了，公司的非公开发行预案中有发行价格调整条款，如果 6.46 元/股低于本次非公开发行前 20 个交易日的平均股价的 70%，将上调发行价格，也就是说上调发行价格条件为 20 个交易日平均价格超过 9.23 元/股，因此股价上涨对公司具备一定调价风险，自从公司获得增发批文后，目前该发行股价调整风险因素已经解除。

本次非公开发行最终发行不超过 3.55 亿股，募集资金不超过 22.9 亿元，扣除发行费用后净额，用于收购浙江凯胜园林 100% 股权、补充流动资金及偿还银行贷款。

表 1：非公开发行募集资金投资项目

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1 收购凯胜园林 100% 股权	不超过 93,406	不超过 93,406
2 补充流动资金	5,958.89	5,958.89
3 偿还银行贷款	130,000	130,000
合计	不超过 229,364.89	不超过 229,364.89

资料来源：岳阳林纸非公开发行 A 股股票预案，招商证券

1.1.2 大股东、凯胜高管及员工持股认购锁三年定增，彰显发展信心

本次定增对象一共有 7 个法人、自然人和合格投资者，其中中国纸业、员工持股定向管理计划和刘建国均是岳阳林纸的关联方。中国纸业是岳阳林纸的直接控制人，中国纸业通过泰格林纸间接持有岳阳林纸 37.65% 的股份，此次认购将至少认购 56.3% 的新增股份，发行后中国纸业将持股占比不低于 42.40%，说明集团内部给予了此次收购极大的支持。刘建国是凯胜园林的董事长，一手创立了凯胜园林，持有凯胜园林 65% 的股权，在此次发行中，刘建国与岳阳林纸签署了股份认购协议，其将成为岳阳林纸持股 5% 以上的股东。岳阳林纸员工持股计划 1 期资管计划的持有人主体是公司董事（不包括独立

董事)、监事、高级管理人员以及部分核心业务骨干员工共 223 人,其中董事、监事和高级管理人员管理层认购占比为 16.89%,其余员工认购占比为 83.11%,员工持股计划的资金来源为员工自己的合法薪酬和自筹资金,单个员工的认购起点是一份 64600 元。本次定增所有认购人锁定期均为 3 年,实现了对于控制人中国纸业、岳阳林纸和管理层及员工、凯胜园林多方的利益绑定,激励作用明显,彰显发展动力。

表 2: 定向增发对象

认购对象	认购金额(亿元)	认购比例	禁售期
中国纸业投资有限公司	12.920	56.3%	36 个月
山东省国有资产投资控股有限公司	1.615	7.0%	36 个月
湖北新海天投资有限公司	1.615	7.0%	36 个月
长沙琛远财务咨询有限公司	0.097	0.4%	36 个月
国联证券股份有限公司	约 0.482	2.1%	36 个月
中信证券股份有限公司设立的中心证券岳阳林纸员工持股计划 1 期定向资产管理计划	不超过 0.394	1.7%	36 个月
刘建国	5.814	25.3%	36 个月

资料来源:岳阳林纸非公开发行 A 股股票预案,招商证券

2 凯胜园林质地优良,盈利承诺保障未来经营发展

2000 年,刘建国和刘圣堂各出资 49%和 51%成立了宁波市北仑建绿园艺有限公司,主营苗木生产与销售。2005 年,公司变更营业范围,开始涉足园林工程施工和设计,并更名为宁波市建绿园艺有限公司。2007 年,公司更名为浙江凯胜园林市政建设有限公司。这期间公司多次注资,原来大股东刘圣堂退出,自然人屠红燕进入。刘建国与屠红燕长期各持有 65%和 35%的股权。公司先后在上海、青岛、江西、广州、重庆、四川、海南、安徽、湛江、余杭、绍兴等地设立分公司,负责在全国范围内为总公司承接业务或者苗木种植等。目前,公司已经成为集园林绿化施工、园林景观设计、市政工程施工、苗木生产销售、建筑装饰装修施工及绿化养护为一体的综合性公司。

公司连续被评为全国城市园林绿化企业 50 强。近年来,公司在全国范围内承接项目,其中获得中国风景园林学会优秀园林工程金奖、银奖多项,获得浙江省优秀园林工程金奖、银奖多项,获得浙江省和宁波市绿化工程、市政工程安全文明施工标准化工地多项,获得“甬江杯”、“茶花杯”、“兰花杯”及工程优质奖多项,等等。



村晓农场建设

光大国际

潜龙

资料来源：公司官网，招商证券

技术储备上,凯胜园林资质优良,拥有城市园林绿化壹级、风景园林工程设计专项甲级、市政公用工程施工总承包壹级等多项资质。公司曾经先后承接过宣城市扬子鳄湖景区、春晓明月湖景观、东域名苑、宁波奉化园林工程、宁波马拉松赛事沿线环境整治工程等多项工程,部分工程获得优秀园林工程金奖等多项荣誉,在长期的项目开展中,公司积累了丰富的市政园林施工经验,资质专业。而通过多年的项目经历,凯胜园林积累了较多的客户和项目资源,具有良好的市场储备。未来借助岳阳林纸的上市平台和融资支持后,走向全国将迈出更坚实的步伐。

表 3: 企业资质

- 城市园林绿化壹级
- 风景园林工程设计专项甲级
- 市政公用工程施工总承包壹级
- 城市及道路照明工程专业承包壹级
- 园林古建筑工程专业承包壹级
- 市政(道路工程)专业设计丙级
- 建筑装饰装修工程专业承包贰级
- 绿化造林施工和设计乙级
- 房屋建筑工程施工总承包叁级
- 环保工程专业承包叁级
- 体育场地设施工程专业承包叁级

资料来源：公司官网，招商证券

表 4: 公司 2014 年所获奖项

- ☆ 2014 年第四届国际园林景观大赛优秀设计奖(艾景奖)
- ☆ 2014 年度中国风景园林协会优秀园林工程银奖

- ☆ 2014 年度浙江省市政行业先进单位
- ☆ 2014 年度浙江省优秀园林工程（银奖）
- ☆ 2014 年度浙江省园林绿化标化工地
- ☆ 2014 年度宁波市市政行业先进单位
- ☆ 2014 年度宁波市农业龙头企业
- ☆ 2014 年度宁波市市政优质奖
- ☆ 2014 年度宁波市“甬江建设杯”优质工程
- ☆ 2014 年度宁波市“茶花杯”园林绿化建设工程优质奖（两个）
- ☆ 2014 年度宁波市园林绿化养护示范点
- ☆ 2014 年度北仑区农业龙头企业
- ☆ 2014 年银行资信等级 AAA 级

资料来源：公司官网，招商证券

表 5：公司经典案例

凤城文化广场	该工程荣获中国优秀园林工程全国金奖。
春晓明月湖景观	该工程获得了中国风景园林学会优秀园林工程奖“金奖”、浙江省优秀园林工程（银奖）、浙江省园林绿化标化工地、宁波市甬江建设杯优质工程奖等荣誉奖项。
奉化市县江两岸及大城区域园林景观	荣获中国优秀园林工程（金奖）、浙江省优秀园林工程（金奖）、浙江省园林绿化标化工地、宁波市市政公用工程安全文明标化工地、宁波园林绿化茶花杯等奖项。
桐庐县滨江景观(药祖光辉广场区块)	该工程获得了 2012 年中国风景园林学会优秀园林工程奖“银奖”。
桐庐县中心广场提升改造工程	该工程以精湛的质量获得绍兴市市政工程标准化工地及绍兴市“兰花杯”优质市政公用工程。
袍中路南延工程	该工程以精湛的质量获得绍兴市市政工程标准化工地及绍兴市“兰花杯”优质市政公用工程。
解放大道	荣获 2011 年度绍兴市市政标化工地。

资料来源：公司官网，招商证券

从凯胜园林以往业绩来看,公司的过去三年营业收入逐年增长达到 2016 年的 6.72 亿元,净利润逐渐增加达到 2016 年的 1.15 亿元,毛利率水平和净利率水平都较高,2016 年公司毛利率达到 28.1%,净利率达到 17.1%。未来随着公司对接岳阳林纸所带来的项

目资源，凯盛园林有望发挥规模优势，进一步降低边际成本，营业收入不断提高预计在 2018 年破十亿，并为岳阳林纸带来每年 1.3~1.5 亿元的净利润，毛利率和净利率维持在 22%和 13%以上的高水平。

表 6: 凯胜园林历史及预计经营业绩

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	531.05	539.54	672.36	982.67	1031.57	1062.37
同比		1.6%	24.6%	46.2%	5.0%	3.0%
营业成本(百万元)	433.29	413.03	483.28	763.15	793.84	817.26
净利润(百万元)	71.68	80.42	114.97	132.55	143.85	147.35
同比		12.2%	43.0%	15.3%	8.5%	2.4%
毛利率	18.4%	23.5%	28.1%	22.3%	23.0%	23.1%

资料来源：凯胜园林资产评估报告，招商证券

本次非公开发行中，凯胜园林做出盈利承诺，2016、2017、2018 年度是现金利润分别不低于 1.09 亿元、1.31 亿元和 1.45 亿元，为并表后的利润提供保障。

3 本次定增后公司进军园林 PPP 行业，优化公司负债结构

岳阳林纸是国内最早实施“林纸一体化”的公司，拥有丰富的林业资源和运作经验，若通过资产收购进入园林行业，可盘活林业资产，与园林公司业务形成协同效应，成为涵盖造纸、林业、园林等多业务板块的综合性上市公司，打破单一造纸业务对公司经营的影响。2016 年年底，公司资产负债率达到 63.08%，高于行业平均水平；如仅通过银行贷款、发行债券完成园林资产收购，公司资产负债率将进一步提升，影响公司日常经营。本次非公开发行则可增强公司资金实力，改善公司资本结构，降低资产负债率和财务风险，从而改善公司财务状况，提高公司抗风险能力，实现股东利益最大化。与此同时，园林 PPP 行业需要一定资本投入，目前政策上对于再融资监管趋严，公司本次定增抓住监管窗口完成了对资产负债率的优化，为未来并购完成后做大做强凯胜园林的园林 PPP 业务。

此外本次定增中设立员工持股计划参与定向增发，符合十八届三中全会决定提出“积极发展混合所有制经济”和 2014 年《政府工作报告》进一步提出“加快发展混合所有制经济”的要求。在岳阳林纸处于业务结构优化的关键阶段，设立骨干员工持股计划，有利于稳定管理层与骨干员工队伍，建立健全激励与约束相结合的中长期激励机制，促进上市公司长期、持续、健康发展；岳阳林纸作为国有资产运营平台诚通集团的下属公司，设立员工持股计划对于国企改革的一种探索，本次员工持股计划的成功为央企的混合所有制改革树立了标杆。

二 背靠央企大股东诚通，对接集团丰富资源

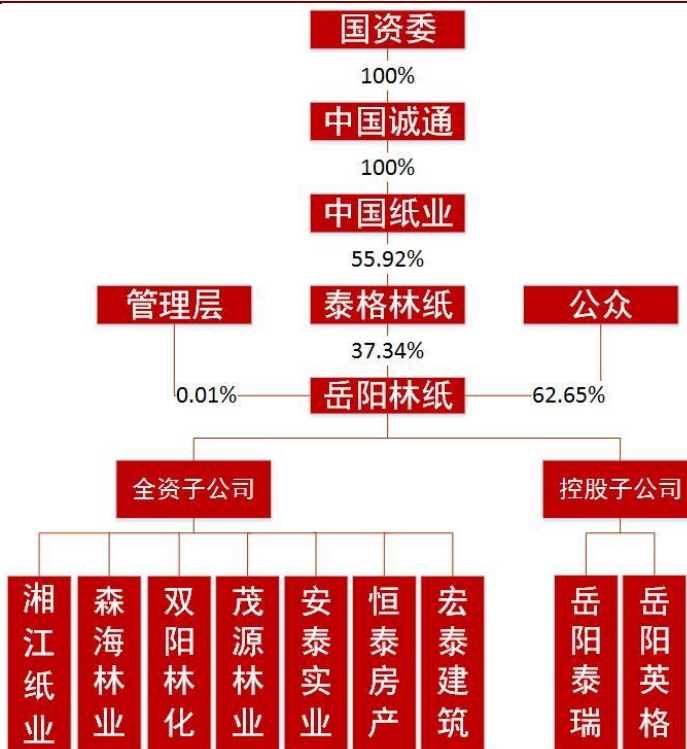
公司大股东诚通集团是国资委直接控股的 102 家央企之一，总资产规模近 900 亿元，旗下资产涉足资产经营管理、综合物流服务、生产资料贸易、林浆纸生产开发及利用、其他业务和海外业务六个业务板块，资源极其丰富。

2016 年 2 月，中国诚通被确定为国有资本运营公司试点，而岳阳林纸完成对凯胜园林的收购后，成为诚通集团旗下唯一的园林 PPP 平台，未来在母公司对接的项目中，承担建设职能的机会很多，丰富的资源对于公司承揽 PPP 项目优势巨大。

1 背靠诚通集团央企大股东，是集团重要的上市平台

截止 2016 年 12 月 31 日，岳阳林纸大股东和实际控制人为中国诚通集团，通过层层结构间接持股 37.34%，公司管理层持有股数占比 0.01%，其余为公众持股，共占比 62.65%，岳阳林纸是国有控股公司。同时，岳阳林纸下设有八个全资子公司，控股两个化工公司，涉足制造业、房地产业、化工业、建筑业和林业五大领域。

图 3：岳阳林纸简要股权结构



资料来源：公司年报，招商证券

2 诚通集团是 102 家中央企业之一，旗下资产丰富

中国诚通，全称中国诚通控股集团有限公司，是国资委 100% 控股的大型企业集团，成立于 1992 年，总资产规模近 900 亿元。目前中国诚通主要有资产管理、综合物流服务、生产资料贸易、林浆纸生产开发及利用、其他业务和海外业务六个业务板块。资产经营

管理业务主要负责托管部分经营不善的国企，进行资产重组和市场化运作，从而提高国企的运营能力或者对无法扭亏为盈的国企安置国有资本退出等，主要下属代表公司为中国诚通资产管理公司和中国诚通东方资产经营管理公司；综合物流服务是中国诚通的传统优势项目，涵盖仓储、运输、配送、质押融资、国际货代、现货交易、电子商务、物流方案设计等多项服务，以中储为代表。生产资料贸易方面，中国诚通拥有全国最完备的金属营销服务网络，是国内大型金属、能源贸易企业之一。中国诚通还是唯一一家造纸央企，以中国纸业控股三家纸业上市公司，总造纸产能达到 240 万吨/年，商品浆产能 40 万吨/年，自有林地近 200 万亩，资产规模 358 亿元。海外业务格林伍德是目前中国在俄罗斯规模最大、档次最高、功能最全的中国品牌商品展示批发中心，为中国企业在俄罗斯和东欧市场提供商品流通、展示推介、配套服务、投资促进四大功能。其他业务涵盖海上旅游、文化出版、农产品贸易等诸多小项目，分别由专门的子公司来负责运营。目前，中国诚通也在积极申请保险、资管等金融服务领域内的牌照，以拓宽其主营业务范围。总体而言，集团主营业务众多，占有资源丰富，实力雄厚。

岳阳林纸的母公司中国纸业是中国诚通布局纸业板块的窗口，主营林浆纸生产、开发及利用，是中国最大的针叶浆、烟卡和文化纸、液体食品包装纸板生产商。同时，中国纸业投资公司还在金属、化工、金融、电子、房地产等方面有投资。中国纸业下控三家纸业相关上市公司，分别为冠豪高新、华新包装和岳阳林纸，除了岳阳林纸外，冠豪高新主营无碳纸、热敏纸和不干胶生产三大业务，是该行业的龙头，冠豪高新在湛江基地拥有特种纸造纸能力 12.5 万吨，特种纸涂布能力约 16 万吨的产能。华新包装主要产品包括高级涂布白板纸、彩色包装印刷和铝塑复合液体食品包装材料（利乐华新）等，高级涂布白板纸年生产能力已达 45 万吨，生产工厂设在佛山、珠海两地，年产量位居国内同行前列。铝塑复合液体食品包装产销量位居全国第一位，公司在彩色包装印刷方面重点向环保和安全的方向发展，拥有高规格清洁厂房和先进的工艺技术，在行业内处于领先地位。

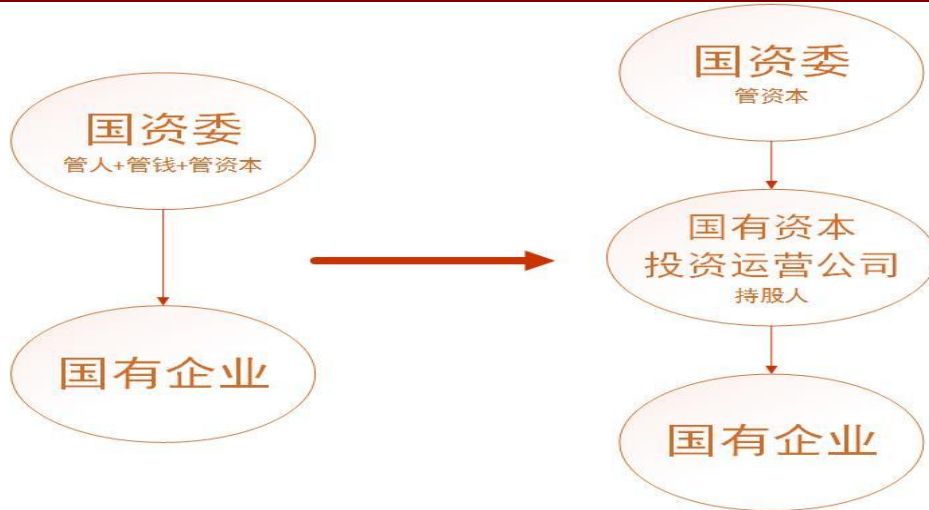
岳阳林纸是中国纸业控股的林纸一体化龙头企业，旗下囊括林、纸全产业链，主要产品涵盖印刷用纸、工业用纸、办公用纸、包装用纸四大类。通过层层控股，中国纸业掌控了林纸上下游产业链，拥有丰富的纸浆、纸产品资源。

3 诚通集团成为国有资产运营公司，岳阳林纸作为园林 PPP 平台地位凸显

2016 年 2 月，中国诚通被确定为国有资本运营公司试点。国有资本运营公司是国家授权经营国有资本的公司制企业，通过划拨现有国有企业股权组建的国有资本运营公司，即以资本营运为主、不投资实业的公司形式，营运的对象是持有的国有资本（股本），包括国有企业的产权和公司制企业中国有股权，运作主要在资本市场，既可以在资本市场融资（发股票），又可通过股权产权买卖来改善国有资本的分布结构和质量，通过资本的多样化运营，实现国有资本保值增值。国有资本投资运营公司的设立，是为了改变国资委的角色，将国资委由原来的“管人、管事、管资本”的“国资委→国有企业”二级结构转变为“只管资本”的“国资委→国有资本投资运营公司（持股人）→国有企业”三级结构，从而实现政企分开，政资分开。其中，国有资本投资公司负责实业投资，国有资本运营公司负责持股管理。在确立为试点单位之后，中国诚通进行了一些改组。主要包括①接受多家央企，建立国有股权市场化运作平台，例如托管了中国铁路物资总公

司；②通过不良资产证券化将部分亏损落后企业清理退出；③扩展基金、银行、保险等诚通金融板块，并布局养老板块等。

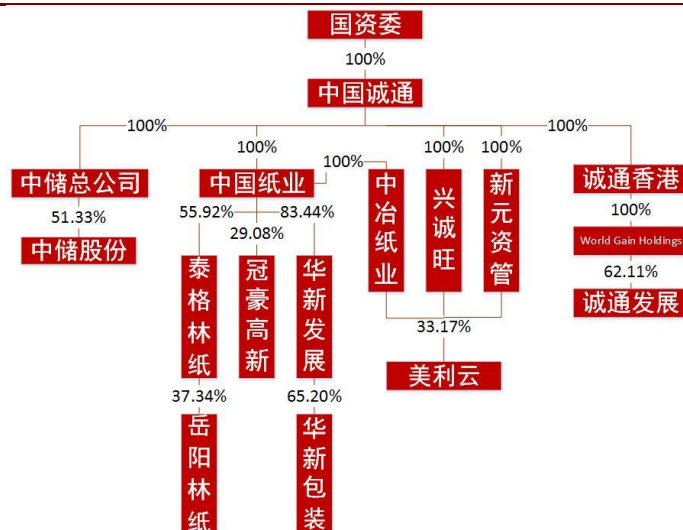
图 4: 国资委角色转变



资料来源：公开资料、招商证券

诚通旗下有六家上市公司，分别为中储股份、岳阳林纸、冠豪高新、华新包装、诚通发展和美利云。纸业相关上市公司共有四个—岳阳林纸、冠豪高新、华新包装和美利云，其中华新包装为 B 股，其余均为 A 股。三家纸企已在前文叙述，美利云主要有造纸业务和数据中心业务。公司造纸业务主要是负责文化用纸和彩色纸的生产销售，销售区域集中在西北地区，是该区域最大的造纸上市公司，并逐渐向西南市场开拓。数据中心业务则提供机柜出租、网络接入等业务，刚刚起步。诚通发展是港股，主要业务为海上旅游、酒店服务、大宗商品贸易、物业开发、融资租赁等，是中国诚通唯一的海外上市公司和资产证券化平台。中储股份也是 A 股上市公司，为全国性特大型综合物流企业，主要负责物资经销和物流业务。中储股份在全国拥有 40 多家物流中心、60 多条铁路专线用于铁路运输，实力雄厚。

图 5: 中国诚通集团六个上市公司控股关系图



资料来源：公司年报、招商证券

在岳阳林纸的年度报告中披露，**诚通集团**承诺诚通集团获得有关与岳阳林纸主营业务相同或类似的业务机会，那么诚通集团将尽其最大努力，使该等业务机会具备转移给岳阳林纸的条件，其投资或者收购与岳阳林纸主营业务相同或相似的业务，系基于诚通集团的整体发展战略，并且诚通集团在投资或收购过程中，已做出可以向岳阳林纸转让该等业务的安排。在此情况下，**诚通集团应在投资或收购该等业务之日起三年内，采取国家法律、法规及有关监管部门许可的方式（该方式应对岳阳林纸公平合理）将该等业务转让给岳阳林纸。**本次非公开发行收购凯胜园林完成后，岳阳林纸作为诚通集团旗下唯一的园林 PPP 业务平台，将承接来自集团的 PPP 项目资源，在诚通集团国有资本运营公司试点过程中发挥重要作用。

三 PPP 行业订单爆发，特色小镇热潮助力盈利抬升

PPP 行业目前处于政策风口，PPP 项目入库规模不断扩大，2017 年同比增长一倍，落地率显著提升。特色小镇成为 PPP 项目新的投资风口，预计“十三五”期间，特色小镇基建投资将超万亿，空间巨大。凯胜园林作为园林施工领先者，将受益于特色小镇 PPP 项目热潮，目前园林公司当前市值对应 2017 年 PE 普遍在 25 倍以上，岳阳林纸依靠大股东背景，并购完成后项目有望实现爆发，具备一定的比价优势。

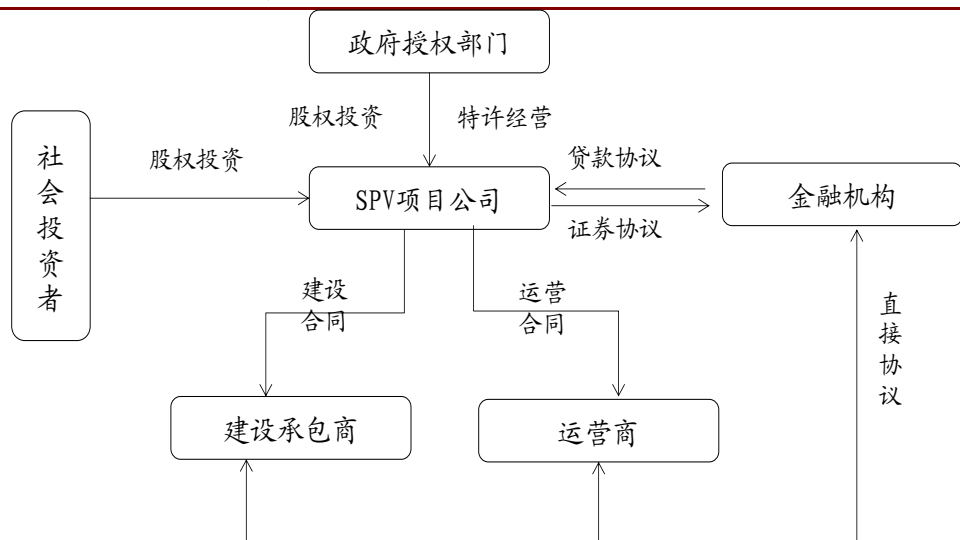
1 PPP 模式应用不断扩大

PPP 模式是对整个项目生命周期提出的一种新的融资模式，它是政府部门、盈利性企业、非盈利性企业基于某个项目而形成的以“双赢”或“多赢”为目的的相互合作形式。

它首先必须选择一个由公共部门和私营部门共同组建的特别项目公司，政府部门通过招标选择民营企业或个人参与到项目中，并以特许经营的方式授予项目公司一定年限的经营权（一般是 20~30 年），允许其通过经营该项目而取得相关利益作为回报。民营企业或个人的特许经营期满后，无偿还给政府项目全部设施。

PPP 模式具有多种运作方式，但基本框架结构如下图所示：

图 6: PPP 项目的基本框架

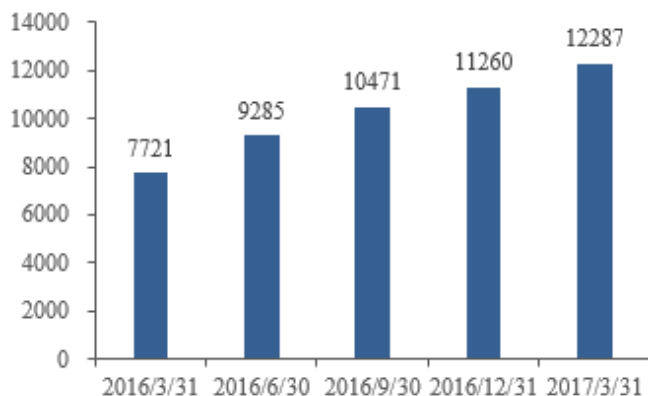


资料来源：公开信息、招商证券

PPP 模式中，涉及了多个参与方——政府部门、社会资本、PPP 项目公司、金融机构等，他们都具有各自的职能和需求。

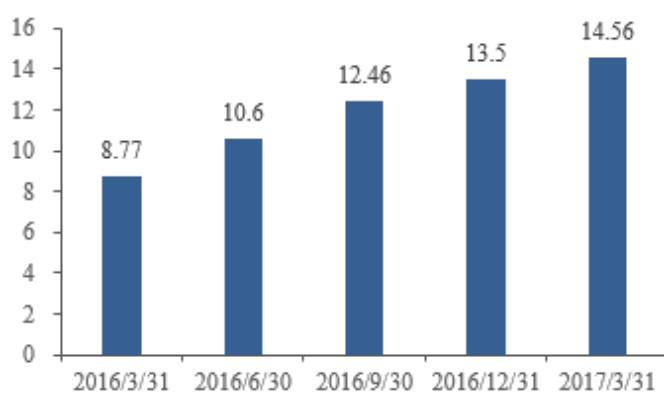
入库项目规模大，落地率显著提升。截至 2017 年 3 月底，财政部入库 PPP 项目由 2016 年 3 月底的 7721 个增长到 12287 个，增长了近一倍；投资额为 14.56 万亿元，相比 2016 年 3 月底的 8.77 万亿元，增加了 5.79 万亿元。

图 7：2016-2017Q1 入库 PPP 项目数大幅增加



资料来源：财政部，招商证券

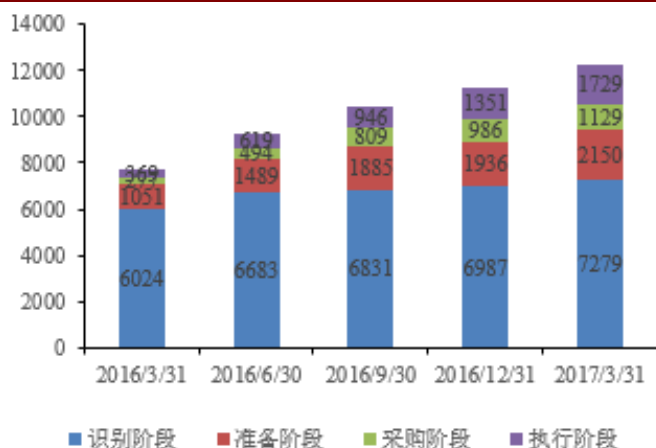
图 8：2016-2017Q1 入库 PPP 项目投资额大幅增加



资料来源：财政部，招商证券

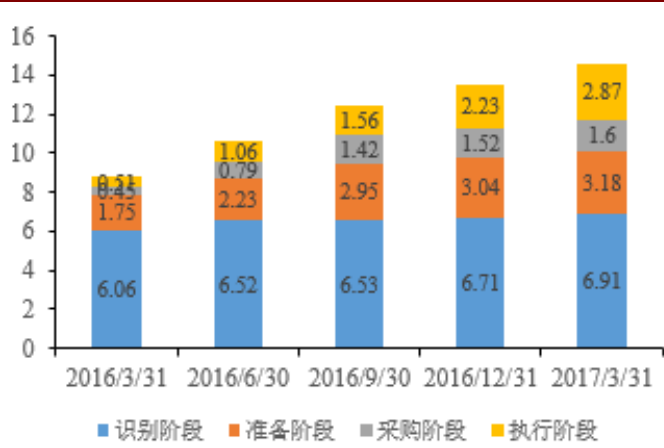
其中，2017 年 3 月底已签约落地项目 1729 个，总投资额为 2.9 万亿元，比去年末增加 378 个落地，增长 28.0%；比去年同期增加 1360 个落地，增长 368.6%。2017 年 3 月底落地率为 34.5%，相比 2016 年 3 月底的 21.70%提升了 12.80 个 pp，比 2016 年底的 31.60%提升了 2.90 个 pp。

图 9：2016-2017Q1 各阶段 PPP 项目数



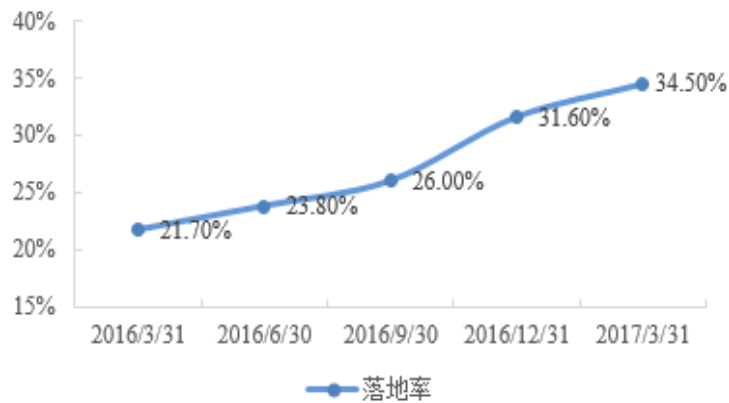
资料来源：财政部，招商证券

图 10：2016-2017Q1 各阶段 PPP 投资额 (万亿元)



资料来源：财政部，招商证券

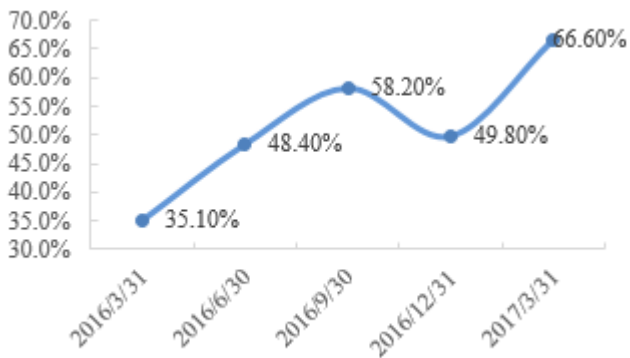
图 11: PPP 项目落地率稳步提升



资料来源: 财政部、招商证券

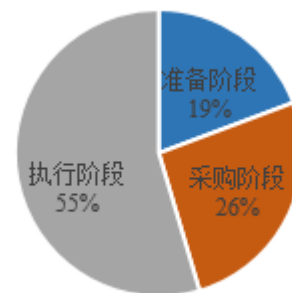
而从财政部示范项目来看, 截至 2017 年 3 月底, 示范 PPP 项目达 700 个, 累计投资为 1.7 万亿元, 其中已签约项目 464 个, 投资额为 1.19 万亿元, 整体落地率达 66.6%。其中第一批示范项目 22 个, 投资额 714 亿元; 第二批示范项目 162 个, 总投资额达 4871 亿元, 第三批示范项目 516 个, 总投资额 11616 亿元。第一批和第二批示范项目落地率为 100%, 第三批示范项目落地率为 54.6%。

图 12: 示范项目整体落地率不断提升



资料来源: 财政部、招商证券

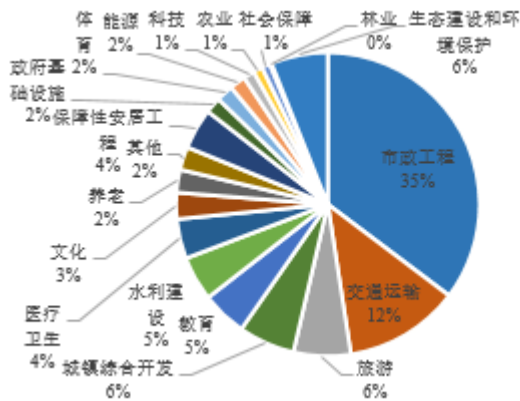
图 13: 第三批示范项目各阶段项目数



资料来源: 财政部、招商证券

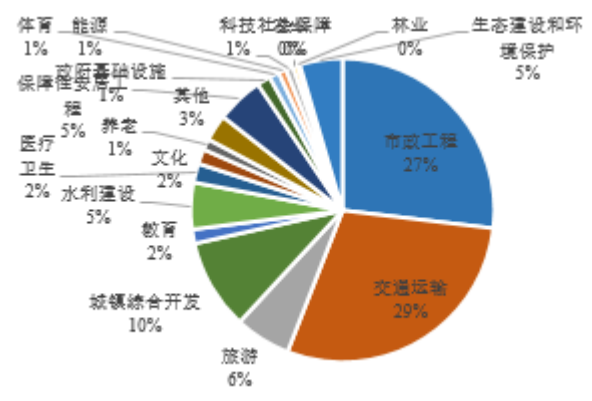
从项目分布领域来看, 市政工程、交通运输、旅游、生态建设和环境保护、城镇综合开发项目数占比靠前, 分别为 35.3%、12.3%、6.1%、6.0%、6.0%; 投资额来看, 交通运输、市政工程、城镇综合开发、旅游、保障性住房、生态建设和环境保护占比靠前, 分别为 29.0%、26.9%、9.6%、5.9%、5.0%、4.5%。

图 14: 2017 年 3 月末各领域 PPP 项目数分布



资料来源: 公开信息, 招商证券

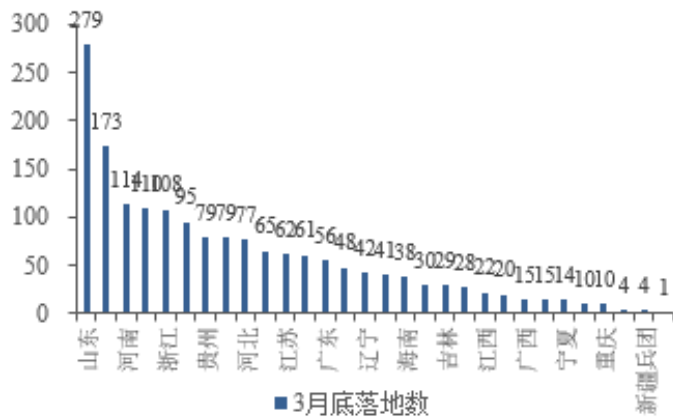
图 15: 2017 年 3 月末各领域 PPP 项目投资额分布



资料来源: 公开信息, 招商证券

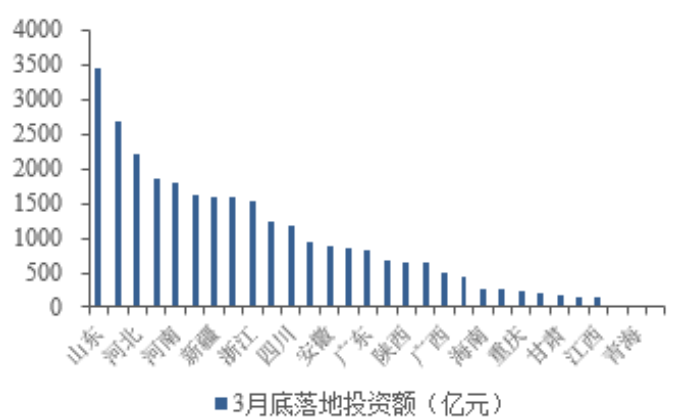
从落地项目的分布区域来看, 其中山东、新疆、河南、四川、浙江、安徽等地落地 PPP 项目较多, 排名靠前, 分别达到 279、173、114、110、108; 山东、贵州、河北、北京、河南、云南等地落地项目投资额排名靠前, 分别为 3458、2691、2204、1861、1807、1609 亿元。

图 16: PPP 项目落地数按区域分布



资料来源: 财政部, 招商证券

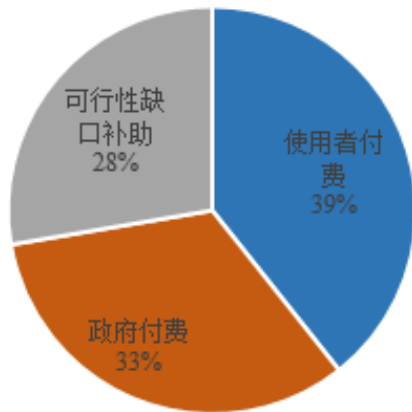
图 17: PPP 项目落地金额按区域分布



资料来源: 财政部, 招商证券

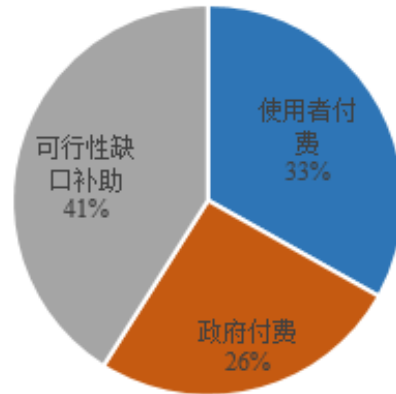
从项目回报机制来看, 2017 年 3 月末使用者付费和可行性缺口补助项目数占比达 67%, 政府付费占比提升至 33.00%; 而从项目投资额角度来看, 2017 年 3 月末使用者付费和可行性缺口补助占比达 74%, 政府付费占比提升至 25.80%。

图 18: 2017 年 3 月末不同回报机制项目数占比



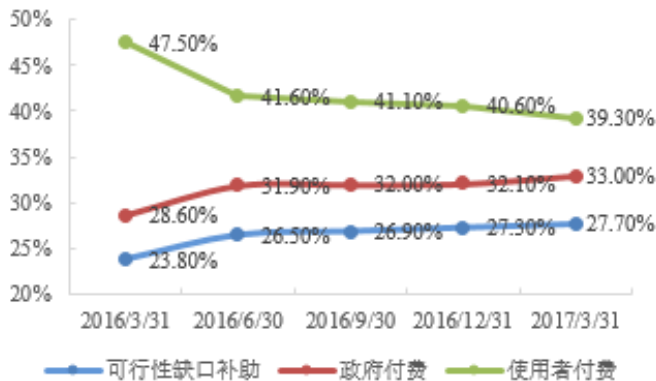
资料来源: 财政部, 招商证券

图 19: 2017 年 3 月末不同回报机制项目金额占比



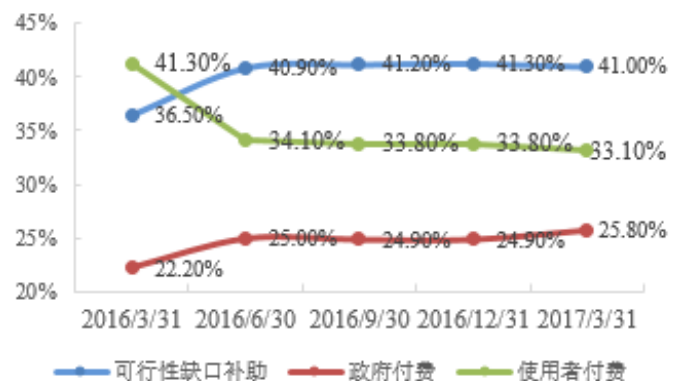
资料来源: 财政部, 招商证券

图 20: 2017 年 3 月末不同回报机制项目数占比变化



资料来源: 财政部, 招商证券

图 21: 2017 年 3 月末不同回报机制项目金额占比变化



资料来源: 财政部, 招商证券

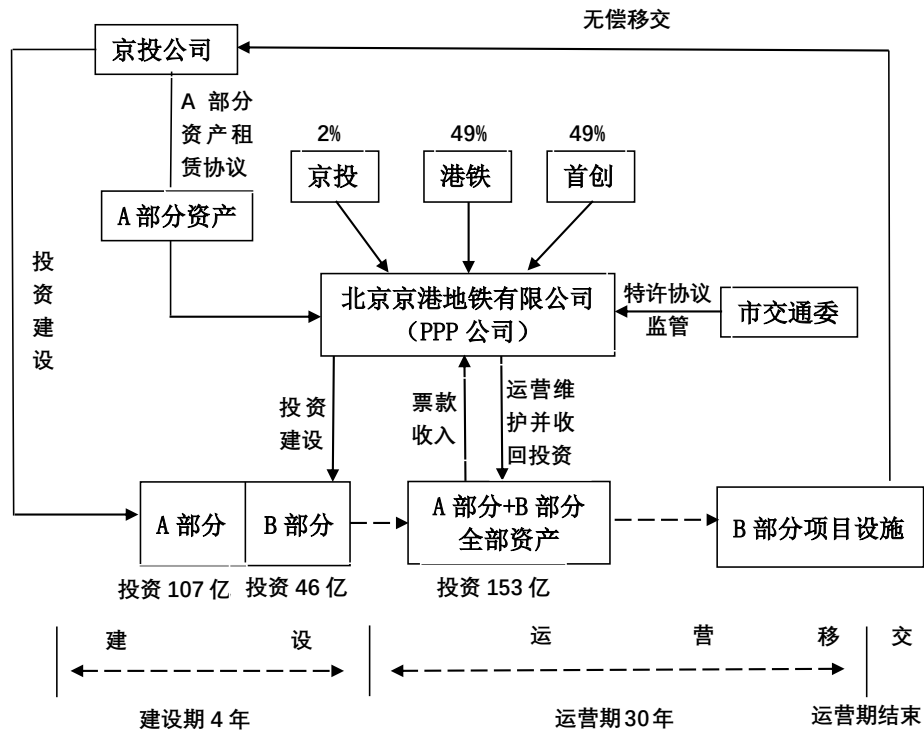
2 园林行业受益于 PPP 项目的施工收益

北京地铁 4 号线是我国城市轨道交通领域的首个 PPP 项目, 以它为例进行分析。4 号线工程投资建设分为 A、B 两个相对独立的部分: **A 部分为洞体、车站等土建工程, 投资额约 107 亿元, 约占项目总投资的 70%, 由北京市政府国有独资企业京投公司成立的四号线公司负责; B 部分为车辆、信号等设备, 投资额约为 46 亿元, 约占项目总投资的 30%, 由 PPP 项目公司北京京港地铁有限公司负责。京港地铁是由京投公司、香港地铁公司和首创集团按 2:49:49 的比例组建。**

4 号线项目竣工验收后, 特许公司根据与四号线公司签订的《资产租赁协议》, 取得 A 部分资产的使用权, 特许公司负责地铁四号线的运营管理、全部设施 (包括 A 和 B 两部分) 的维护和除洞体外的资产更新, 以及站内的商业经营, 通过地铁票款收入及站内商业经营收入回收投资。

特许经营期为 30 年, 特许经营期结束后, 特许公司将 B 部分项目设施完好、无偿地移交给市政府指定部门, 将 A 部分项目设施归还给四号线公司。

图 22: 具体 PPP 项目框架结构



资料来源：公开信息、招商证券

首先，分析政府主体：项目的政府主体为北京市，北京市 2015 年 GDP 为 22,968.60 亿元，负债率为 24.99%，落地项目金额占比为 46.68%，政府主体财政能力突出，违约风险小。该 PPP 项目类型为经营性项目，特许公司根据与 4 号线公司签订的《资产租赁协议》，取得 A 部分资产的使用权，并负责地铁 4 号线的运营管理、全部设施（包括 A 和 B 两部分）的维护和除洞体外的资产更新，以及站内的商业经营，通过地铁票款收入及站内商业经营收入回收投资。

其次，项目财务情况：项目债权融资 30.8 亿元，股权融资 15.2 亿元，债权和股权融资比例是 2.03:1，贷款利率为 5.76%，介于当时十年期国债和一般商业贷款利率之间，贷款期限为 25 年。

根据《北京地铁四号工程可行性研究报告》显示，该项目的全部内部投资收益率为 7%—8%，股权内部收益率为 10%，投资回收期 16 年。

综上所述，该项目较为优质，具有相当的吸引力，引入社会资本。

而对于园林公司而言，其承接 PPP 项目主要是获取施工收益，部分具有运营能力的公司参与 PPP 项目的运营。园林公司从最初的参与招投标，随后合作投资设立 SPV 项目公司，在前期的工作完成之后，园林公司进场施工，初期会垫付一部分的资金，但是随着工程推进，SPV 公司根据当期工程完成量来支付进度款，园林公司获得工程款，工程完成后，除留有 5%左右的工程质保金外，其他资金已支付给园林公司。随后根据合同规定，由使用者或政府等进行付费使用，SPV 公司股东实现资金回笼。

3 特色小镇将成为未来 PPP 投资风口

自 2014 年首次提出以来，中央及地方对特色小镇建设高度重视，2015 年，习主席考察浙江时，对特色小镇大加赞许，2016 年中央经济工作会议上，习主席也对特色小镇重点提及，2017 年政府工作报告中明确提出，“扎实推进新型城镇化，支持中小城市和特色小城镇发展”，这也是特色小镇首次写入政府工作报告。

特色小镇作为加快建设新型城镇化的重要突破口。新型城镇化的关键在于打破“城市—乡村”二元结构的界限，特色小镇正是结合城市功能与乡村功能的综合体。特色小镇建设将进一步带动农民有序城市化，破解经济结构转化和动能转换的难题。

图 23: 特色小镇结合城市和乡村功能



资料来源：公开信息、招商证券

根据国际城镇化发展经验，当城镇化率大于 50% 的时候，人口和产业不断向城市集中，产生了劳动力过剩、交通拥挤、住房紧张、环境恶化等“城市病”，许多企业和人口开始迁往郊区，出现了郊区城镇化现象。

需要强调的是，单从一线城市观察，城镇化率早已进入 70% 的饱和区间，应运而生的是一线城市周边三四线城市，或者说城市圈的逐步崛起，特色小镇的发展已经具备大的宏观背景，产业和人口有 2 次迁移和定位的前提。

目前我国部分城市也出现了这类现象，为了解决城市发展过程中出现的问题，中央提出了**新型城镇化的发展理念**。新型城镇化是以城乡统筹、城乡一体、产业互动、节约集约、生态宜居、和谐发展为基础特征的城镇化，是大中小城市、小城镇、新型农村社区协调发展、互促共进的城镇化，十八大提出把推进新型城镇化作为今后十年经济发展的重大战略举措。

2016 年 7 月 20 日，住房和城乡建设部、发改委、财政部联合下发《关于开展特色小镇培育工作的通知》，决定“在全国范围开展特色小镇培育工作，计划到 2020 年，培育 1000 个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇，引领带动全国小城镇建设”；**2016 年 10 月 14 日，住建部公布了第一批 127 个中国特色小镇名单**；**2016 年 10 月与 2017 年 1 月，住建部分别与农发行、国开行等政策性银行签署合作协议，将给特色小镇建设提供政策性金融支持**，国家对特色小镇发展路径的规划已逐渐清晰。

表 7: 中央对特色小镇建设的高度重视, 出台了多方面政策

发布时间	部门	政策文件或重要会议	主要内容
2015 年 11 月	国务院	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	发挥小城镇连接城乡、辐射农村的作用, 提升产业、文化、旅游和社区服务功能, 增强商品和要素集散能力, 鼓励有条件的地区规划建设特色小镇。
2016 年 1 月	中共中央、国务院	《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	引导和支持社会资本开发农民参与度高、受益面广休闲旅游项目。加强乡村生态环境和文化遗存保护, 发展具有历史记忆、地域特点、民族风情的特色小镇, 建设一村一品、一村一景、一村一韵的魅力村庄和宜游宜养的森林景区。
2016 年 3 月	全国两会	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出加快发展中小城市和特色镇, 因地制宜发展特色鲜明、产城融合、充满魅力的小城镇。
2016 年 7 月	住房城乡建设部、发改委、财政部	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	提出到 2020 年, 培育 1000 个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇, 约占全国建制镇的
2016 年 8 月	改革委、财政部	《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》	要求全国 32 个省市推荐上报特色小镇
2016 年 10 月	住建部	公布第一批中国特色小镇名单	北京市房山区长沟镇等 127 个镇为第一批中国特色小镇
2016 年 10 月	国家发展改革委	《关于加快美丽特色小(城)镇建设的指导意见》	对特色小镇进行定义, 特色小镇和小城镇相得益彰、互为支撑。发展特色小城镇旨在促进大中小城市和小城镇协调发展, 充分发挥城镇化对新农村建设的辐射
2016 年 10 月	住建部、农发行	《住房城乡建设部、中国农业发展银行关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知》	进一步明确特色小(城)镇建设重要意义, 提供金融政策扶持
2016 年 10 月	国家发改委	《关于印发<全国农村经济发展“十三五”规划>的通知》	提出坚持走中国特色新型城镇化道路, 加快发展中小城市, 有重点、有特色地发展小城镇, 积极培育一批特色鲜明、产业发展、绿色生态、美丽宜居的特色小镇
2017 年 1 月	住建部、国家开发银行	《住房城乡建设部国家开发银行关于推进开发性金融支持小城镇建设的通知》	探索创新小城镇建设运营及投融资模式, 对特色小镇建设提供金融等支持

资料来源: 公开信息、招商证券

自 2015 年 4 月至今, 各地方政府不断出台了政策对特色小镇建设进行了规划, 并初步设定了建设目标, 同时出台了配套政策支持建设的推进。目前, 浙江、贵州、北京、上海、福建、陕西、广东、天津、重庆、甘肃、江苏、四川等地已出台相关政策, 预计会有更多的地区出台政策推动特色小镇的建设。

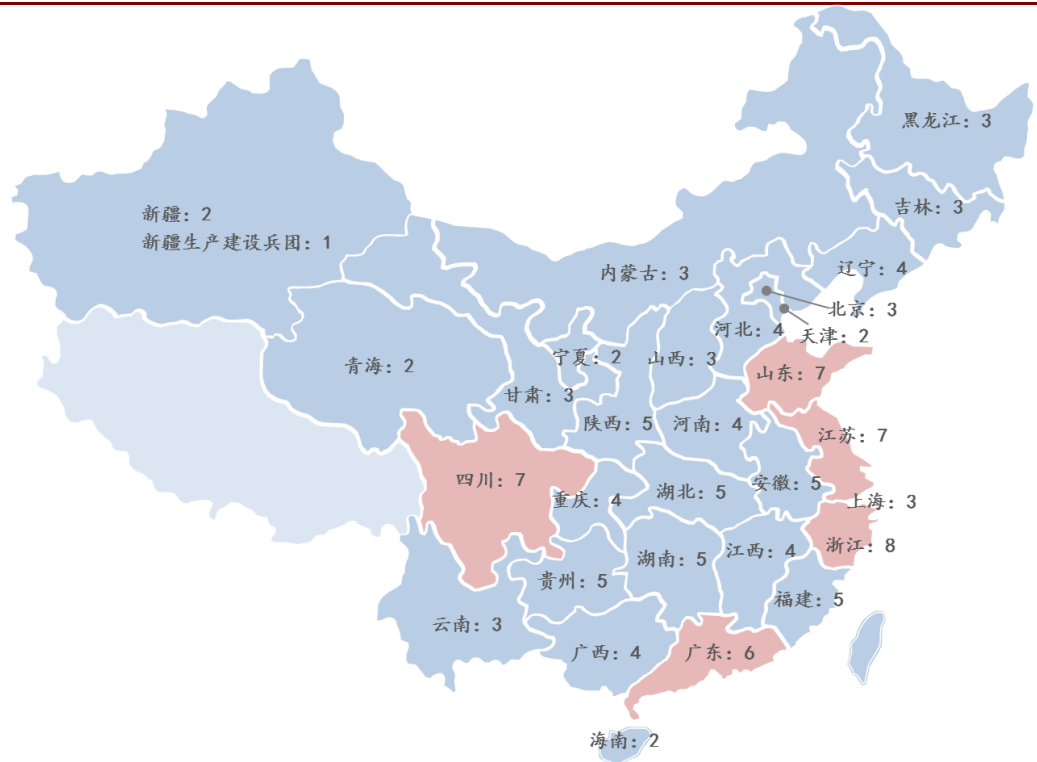
表 8: 全国多个省市出台政策推进特色小镇建设

区域	发布时间	部门	政策文件或重要会议	主要内容
浙江	2015 年 4 月	浙江省人民政府	《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》	正式确立以特色小镇作为近期工作抓手的施政新思路, 对特色小镇的创建程序、政策措施等做出了规划, 提出重点培育和规划建设 100 个左右的特色小镇
	2016 年 3 月	浙江省人民政府	《关于高质量加快推进特色小镇建设的通知》	对在全省具有示范性的特色小镇, 省给予一定的用地指标奖励
北京	2016 年 6 月	北京市政府	《北京市“十三五”时期城乡一体化发展规划》	提出“十三五”期间, 北京将在原有 42 个重点小城镇的基础上, 结合各小镇不同区位条件, 规划建设一批功能性特色小城镇。
福建	2016 年 6 月	福建省政府	《福建省人民政府关于开展特色小镇规划建设的指导意见》	提出务实、分批推进特色小镇规划建设, 力争通过 3~5 年的培育创建, 建成一批产业特色鲜明、体制机制创新的特色小镇。
广东	2016 年 7 月	广东省政府	全省特色小镇建设工作现场会	提出到 2020 年将建成约 100 个省级特色小镇, 特色小镇的产业发展水平、创新发展能力、吸纳就业能力和辐射带动能力显著提高, 成为新的经济增长点。
	2016 年 7 月	广东省政府	《关于加快特色小镇规划建设的实施意见》	计划先期创建 30 个市级特色小镇, 为其提供用地扶持、资金扶持、产业扶持和人才支持。
天津	2016 年 7 月	天津市政府	《天津市特色小镇规划建设推动方案》	提出到 2020 年, 天津市将创建 10 个市级实力小镇、20 个市级特色小镇, 在现代产业、民俗文化、生态旅游、商业贸易、自主创新等方面竞相展现特色, 建设成一镇一韵、一镇一品、一镇一特色的实力小镇、特色小镇、花园小镇。
江苏	2016 年 9 月	江苏省委	江苏省委十二届十二次全会	提出 2020 年前, 力争形成 100 个左右特色鲜明的“特色小镇”和 100 个左右富有活力的重点中心镇, 小城镇的环境面貌普遍改善。
山东	2016 年 9 月	山东省政府	《山东省创建特色小镇实施方案》	提出到 2020 年, 创建 100 个左右产业上“特而强”、机制上“新而活”、功能上“聚而合”、形态上“精而美”的特色小镇, 成为创新创业高地、产业投资洼地、休闲养生福地、观光旅游胜地, 打造区域经济新的增长点。
四川	2017 年 2 月	四川省政府	《“十三五”特色小城镇发展规划》	提出在 2016-2020 年规划期内, 要大力培育发展 200 个左右类型多样、充满活力、富有魅力的特色小城镇。特色小镇分为旅游休闲型、现代农业型、商贸物流型、加工制造型、文化创意型和科技教育型六大类。

资料来源: 公开信息、招商证券

2016 年 10 月, 住建部公布了第一批 127 个中国特色小镇名单, 其中浙江省数量最多达 8 个, 其次山东、江苏、四川有 7 个, 广东 6 个, 西藏自治区、青海省、宁夏回族自治区有 2 个, 新疆生产建设兵团有 1 个。

图 24: 第一批 127 个特色小镇在全国的分布



资料来源: 招商证券

我们对第一批特色小镇中部分小镇投资情况进行统计, 平均投资额达 65 亿元 (浙江省规划每个特色小镇投资原则上不低于 50 亿元), 按照住建部规划, 到 2020 年, 培育 1000 个左右各具特色的小镇, 我们预计总投资将超万亿。根据统计小镇的基建投资占比来看, 平均为 30% 左右, 据此简单推算, “十三五” 期间, 特色小镇基建投资也将超万亿, 空间巨大。以浙江省举例, 根据浙江省发改委数据显示, 2016 年前三季度共投资 37 个特色小镇 (浙江省规划 100 个小镇), 投资额为 480 亿元, 预计到年底可完成投资额超 600 亿元, 我们假设 2020 年前建完, 要达到 100 个小镇 5000 亿左右的投资规模, 我们预计未来每年至少有 800 亿的投资。

表 9: 部分特色小镇的投资情况

特色小镇	总投资 (亿元)	基建投资 (亿元)	小镇特色
江南药镇	51.5	11.5	中药材
杭州云栖小镇	12		互联网云计算
沃尔沃小镇	153.5		汽车
龙泉青瓷小镇	30		青瓷
酷玩小镇	110		体育旅游
艺尚小镇	45		服装
和合小镇	56.1	16.4	文化旅游

资料来源: 公开信息、招商证券

各地方政府积极响应中央号召, 也出台了特色小镇建设规划, 我们统计了浙江、江苏、广东、重庆、山东等省市的建设目标及投资, 到 2020 年特色小镇总计建设 1900 个左右, 我们假设东部省市单个小镇建设投资 50 亿元, 中部省市 30 亿元, 西部省市 10 亿元, 考虑到部分省市未给出明确的目标, 相信特色小镇投资会更大, 经过测算, 全国总投资至少为 4.8 万亿元, 基建投资至少 1.4 万亿元。

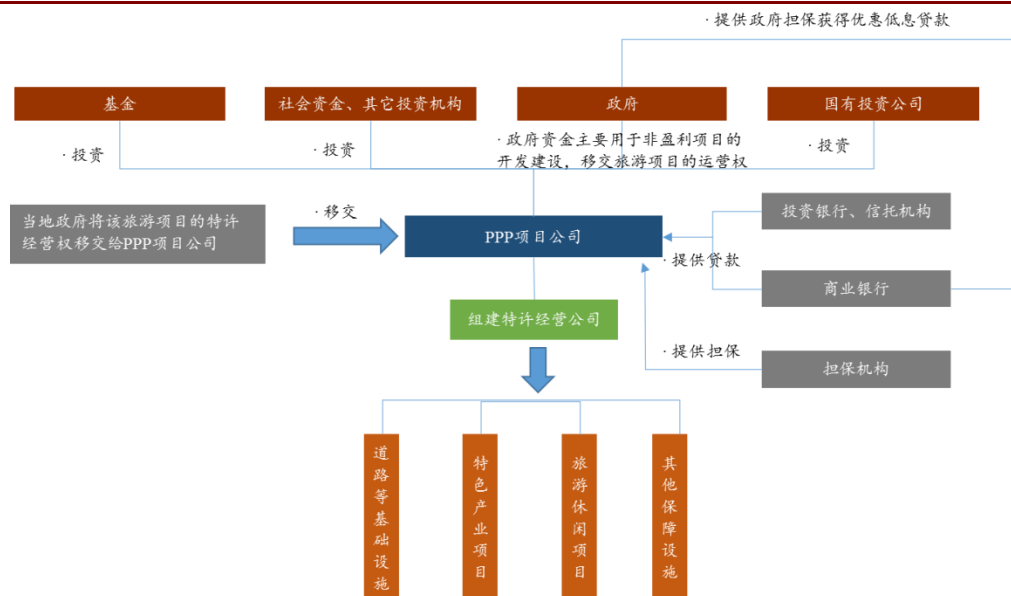
表 10: 各地特色小镇建设规划统计

地区	建设目标	投资金额 (亿元)	地区	建设目标	投资金额 (亿元)
浙江	100	5000	天津	30	1500
西藏	20	200	江西	60	1800
海南	55	550	江苏	100	5000
福建	28	840	广东	100	5000
重庆	30	900	广西	100	1000
甘肃	18	180	湖南	100	3000
安徽	80	2400	湖北	50	1000
辽宁	50	1000	河南	100	3000
河北	100	2000	陕西	100	1000
山东	100	3000	四川	200	6000
内蒙古	40-60	500	新疆	100	1000
云南	210	2100			
总计		1871-1891 (个)			47970 (亿元)

资料来源: 地方发改委网站等、招商证券

目前, 特色小镇的建设资金来源包括中央补贴、地方政府补贴、社会资本等几方面, 但考虑到部分特色小镇当地财政收入有限, 支柱产业不清晰, 为了打造特色产业, 需要较大的投资, 因此, 引入社会资本将是一个必然的选择, PPP 模式将成为一个较为普遍的应用方式。

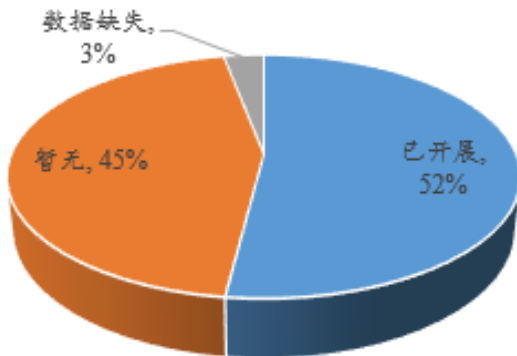
图 25: 特色小镇 PPP 模式



资料来源: 《PPP 模式下的“特色小镇”》、招商证券

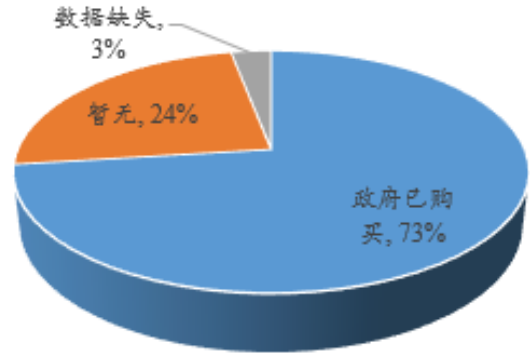
据统计, 第一批 127 个特色小镇中, 有 52% 的小镇开展了 PPP 项目, 有 73% 的小镇政府已购买了市场化服务。可以看出, 已经有较多的特色小镇开始采用 PPP 模式开展建设, 相信未来将有更多的小镇采用该模式投资项目。

图 26: 第一批特色小镇 PPP 项目情况



资料来源:《大数据眼中的 127 个特色小镇》、招商证券

图 27: 第一批特色小镇购买市场化项目情况



资料来源:《大数据眼中的 127 个特色小镇》、招商证券

2016 年 4 月, 岳阳林纸公告与宁波国际海洋生态科技城管理委员会签订战略合作框架协议, 项目建设投资总额初步匡算不低于 120 亿元, 将采用 PPP 模式进行投资建设。投资领域主要包括科技城部分市政基础设施、生态环境工程等项目的投资、建设、运营和养护服务等内容, 公司负责按宁波国际海洋生态科技城管理委员会认可的资金成本进行 PPP 项目建设的融资, 公司也将会积极参与该项目的建设施工端, 进行生态环境工程项目的建设。

4 园林公司享受业绩成长性与估值均较高

盈利能力方面, 园林板块整体较好, 2016 年毛利率为 24.65%, 净利率为 9.17%, 龙头公司东方园林、铁汉生态毛利率分别为 32.83%、26.79%, 净利率分别为 16.13%、11.57%, 其他公司毛利率和净利率也相对较高岭南园林 (28.28%, 10.17%)、美尚生态 (31.51%, 19.80%)、蒙草生态 (31.67%, 12.93%)、文科园林 (20.87%, 9.20%); **成长性方面**, 受益于 PPP 模式的应用, 园林公司业绩近两年将实现较大幅度增长, 整个板块 2016 年净利润增长 72.47%, 2017 年预计增长 57.63%, 东方园林 (72.47%, 57.63%)、铁汉生态 (70.59%, 62.18%)、棕榈股份 (157.14%, 328.00%)、岭南园林 (55.29%, 66.72%)、美尚生态 (89.30%, 88.06%)、蒙草生态 (113.13%, 70.22%)、文科园林 (44.00%, 64.08%); **估值方面**, 2017 年园林板块预测估值为 29.78, 东方园林 (23.46)、铁汉生态 (27.05)、棕榈股份 (31.31)、岭南园林 (26.99)、美尚生态 (25.30)、蒙草生态 (27.29)、文科园林 (25.64), 可见园林公司估值在 20-30 倍左右。

表 11: 园林板块及园林公司盈利能力、成长性及估值情况

	毛利率 (2016, %)	净利率 (2016, %)	2016 年归母净 利润增长率 (%)	2017 年预测净 利润增长率	预测市盈率 (2017)
园林板块	24.65	9.17	72.47	57.63	29.78
东方园林	32.83	16.13	115.23	55.10	23.46
铁汉生态	26.79	11.57	70.59	62.18	27.05
棕榈股份	16.69	3.23	157.14	328.00	31.31
岭南园林	28.28	10.17	55.29	66.72	26.99
美尚生态	31.51	19.80	89.30	88.06	25.30
蒙草生态	31.67	12.93	113.13	70.22	27.29
文科园林	20.87	9.20	44.00	64.08	25.64
云投生态	28.62	6.71	226.25	236.37	44.95
花王股份	32.32	14.08	6.11	97.38	44.92
美丽生态	27.55	3.70	19.24		
农尚环境	26.87	13.37	7.19		
普邦股份	16.79	3.94	-47.26		
乾景园林	27.60	15.07	-14.09	108.41	28.81
天域生态	30.18	13.31	11.91	29.01	45.11
元成股份	24.79	9.72	8.56		
中毅达	13.23	5.11	171.62		
大千生态	25.65	11.65	15.55	26.25	50.43

资料来源: wind、招商证券

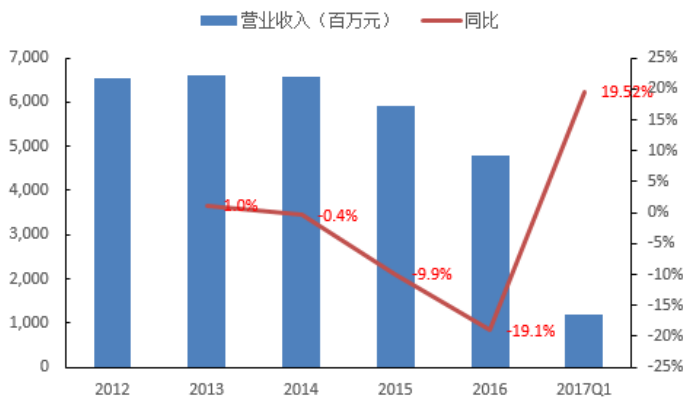
四 传统造纸业务度过最困难时期

公司传统主业收纸浆业务和湘江纸业搬迁拖累明显，目前纸浆企业骏泰科技已经完成剥离，湘江纸业的搬迁也已经启动，预计在岳阳的新厂区在 2017 年有望达产。由于行业长期不景气导致的经济因素去产能和环保趋严带来的行政因素去产能，行业于 2016 年下半年出现供不应求状况，纸价快速上站。们预计行业新增投资将在 2017 年上半年开启，但真正产能落地由于环保限制和设备建造时滞，将于 2018 年才可能出现，因此 2017 年仍将是供不应求的行业大年，公司造纸主业盈利能力有望维持优良。

1 受益行业景气，传统造纸业务回暖

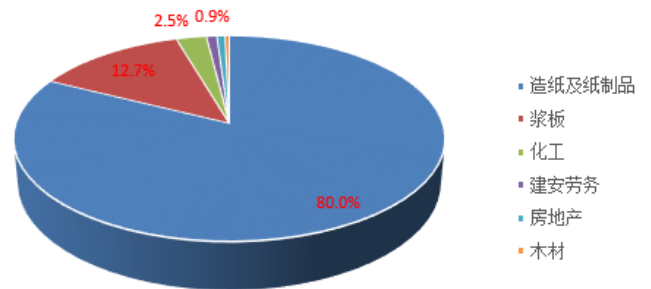
岳阳林纸近年来由于受到纸浆业务拖累和湘江纸业污染问题拆迁停工，增速减退。目前在经过一系列解决方案之后业绩已经开始回暖，2017 年一季度公司营业收入达 11.92 亿元，同比增长 19.52%。造纸制浆是公司最主要的营业收入来源，2016 年，造纸及纸质品收入贡献占比 80.0%，浆板占比 12.7%，合计 92.7%。近些年岳阳林纸的纸质品由于行业产能过剩纸质品价格低迷，销量不畅，业绩疲弱，营业收入持续负增长。伴随着今年纸质品价格的回升，销量的增加，预计公司的纸质品收入将会持续增长。净利润方面，公司近些年表现乏善可陈，经营石油亏损。自一季度以来开始出现盈利，营业利润首次转正，2017 年一季度净利润 0.15 亿元，同比增长 209.6%。

图 28: 岳阳林纸营业收入恢复增长



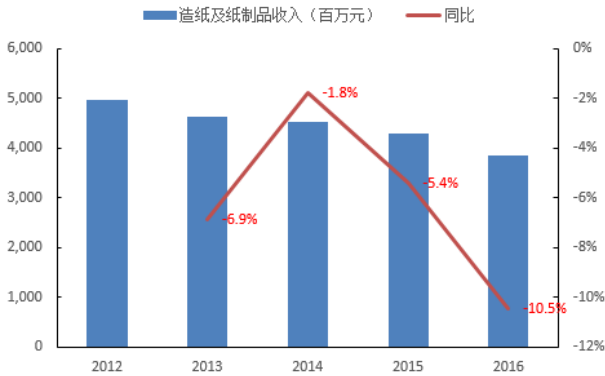
资料来源：公司年报和季报，招商证券

图 29: 造纸业务贡献岳阳林纸主要收入



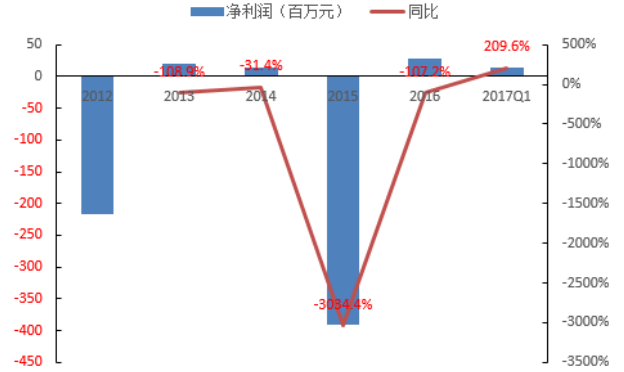
资料来源：公司年报，招商证券

图 30: 岳阳林纸历年造纸及纸质品收入和同比



资料来源: 公司年报, 招商证券

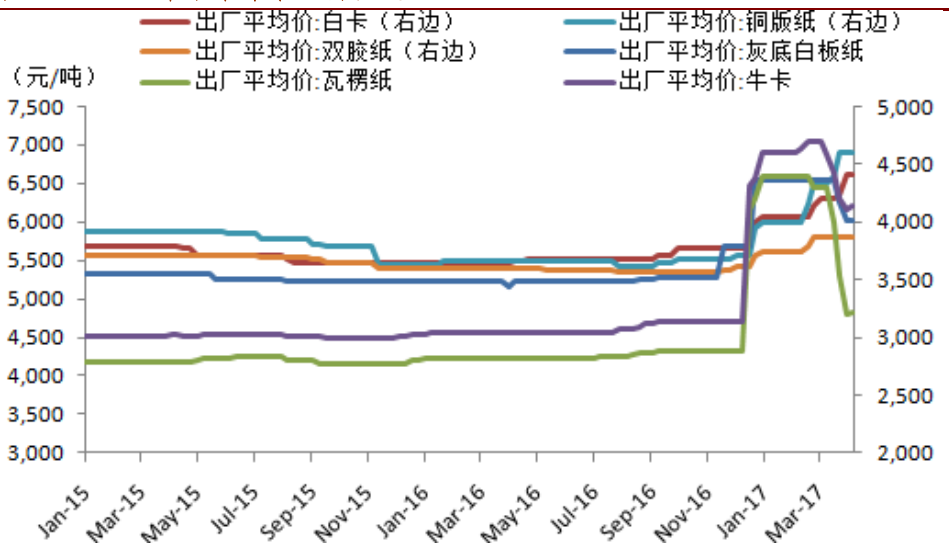
图 31: 岳阳林纸净利润恢复正增长



资料来源: 公司年报和季报, 招商证券

纸制品在经历了长期的价格低迷之后, 在 2017 年初开始强势回暖, 出厂均价迅速抬升, 各种品类都至少上涨了 1000 元/吨左右, 纸企再次迎来了“春天”。公司的制品价格以长期协议价确认, 目前纸制品维持高价, 随着新的长期协议录取签订, 公司主业盈利能力将得到比较好的保障。

图 32: 2016 年下半年来纸价快速上涨



资料来源: Wind, 招商证券

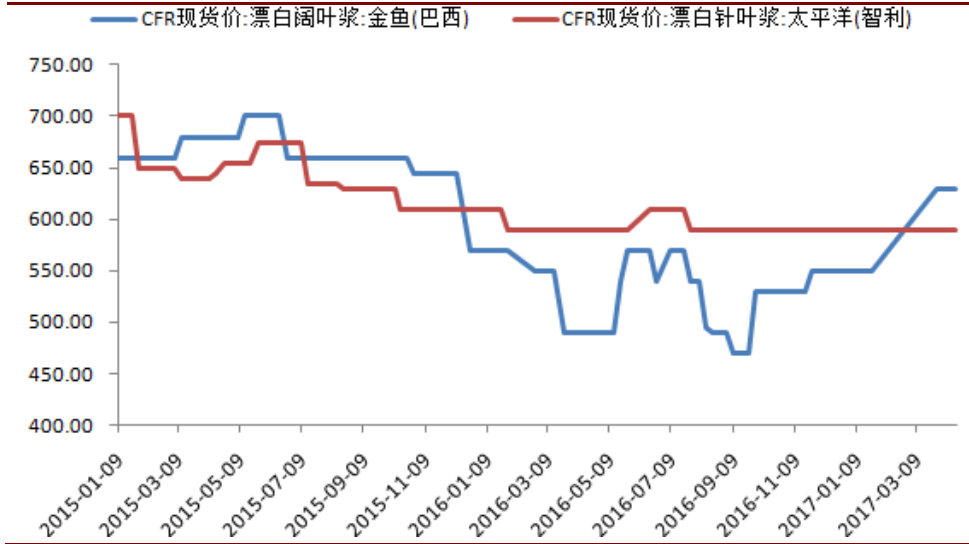
自 2013 年以来, 岳阳林纸已经不再扩建产能, 长期维持造纸产能在 103 万吨/年, 商品浆产能在 40 万吨/年。其中湘江纸业曾经拥有包装纸产能 20 万吨/年, 骏泰浆纸拥有商品浆产能 40 万吨/年, 在公司生产总部——岳阳市城陵矶布置有 83 万吨/年的产能。由于 2015 年剥离了骏泰科技和搬迁湘江纸业, 公司目前产能为 83 万吨/年, 已不再有商品浆产能。

2 骏泰科技和湘江纸业历史拖累逐渐解决

骏泰科技曾经在 2011 年被岳阳林纸收购, 由于商品浆板近年来价格一直低迷且较长时间内没有恢复 (系由 2013 年南美地区产能大量释放), 2016 年漂白阔叶浆价格相对

于 2015 年持续下降了 1/7，漂白针叶浆价格波动中甚至一度下降了约 30%，而上游原材料波动不大，成本又相对偏高，同时骏泰科技负有巨额债务，财务费用开支大，导致骏泰科技常年亏损，是岳阳林纸经营的一大拖累。

图 33: 漂白阔叶浆和漂白针叶浆价格



资料来源: Wind, 招商证券

湘江纸业同样面临国内造纸产能过快释放供过于求，而需求疲弱，从而营收不理想；同时湘江纸业也遭受污染质疑，为保护湘江源头环境，湘江纸业被当地政府要求整体搬迁。在对于骏泰科技的处置上，2015 年，岳阳林纸与泰格林纸进行了资产置换，将骏泰科技的全部股权剥离给了泰格林纸，同时泰格林纸给予了岳阳林纸一部分近年来盈利的资产，包括安泰及恒泰房地产 100% 的股权，宏泰 79.6% 的股权以及林化分公司部分土地、固定资产等。针对湘江纸业，公司在 2015 年采取了两个举措，第一是正式停产关闭湘江纸业进行搬迁；第二是投资进行优化技术升级改造。目前，湘江纸业正在搬迁入岳阳市城陵矶的过程中，预计将在 2017 年形成 15 万吨/年的产能。

五 17 年是订单与业务高速增长期，维持“强烈推荐-A”评级

公司造纸主业已经度过最艰难阶段，我们预计行业新增投资将在 2017 年上半年开启，但真正产能落地由于环保限制和设备建造时滞，将于 2018 年才可能出现，因此 2017 年仍将是供不应求的行业大年，同时随着排污许可证制度等政策落地，行业大企业有望开启对小企业的兼并，行业集中度呈集中趋势。随着行业趋好叠加湘江纸业和骏泰科技的历史包袱接近解决完成，公司主业盈利抬升，预计 2017 和 2018 年公司造纸主业的净利润为 1.1 亿元和 1.2 亿元。

公司并购凯胜园林完成后，将获得园林和 PPP 业务的新盈利增长点，根据凯胜园林的评估报告和盈利承诺，预计 2017 和 2018 年公司园林业务的备考利润分别为 1.31 亿元、1.4 亿元。公司并购凯胜园林完成后的新增 PPP 业务将为公司提供较大的盈利弹性。我们预计公司 2017 和 2018 年公司新增 PPP 订单将为公司贡献 15 亿和 35 亿的营业收入，对应 10% 的净利率，实现净利润分别为 1.5 亿和 3.5 亿元。

我们预计公司总体上 2017 年和 2018 年实际合并报表净利润约为 3.5 亿元和 6.1 亿元，对应增发摊薄后 120.5 亿市值，市盈率分别为 34.8 和 19.8 倍。考虑到公司背靠大股东诚通集团，可以在集团层面的项目中承担施工角色，PPP 业务未来弹性很大，维持“强烈推荐-A”评级。

表 12: 预计 2017 年、2018 各项业务收入和净利润

造纸业务	2017 年	2018 年	园林业务 (备考)	2017 年	2018 年
收入 (亿元)			收入 (亿元)	8.98	10.78
印刷用纸	30.8	31.5	毛利率	22%	22%
工业纸	5.04	5.16	净利率 (亿元)	1.31	1.4
复印纸	3.06	3.06	并表净利润 (亿元)	0.87	1.40
包装纸	1.9	3.9	PPP 业务增量	2017 年	2018 年
化工&木材	1.43	1.47	当年落地收入 (亿元)	15	35
其他业务	2.14	2.14	毛利率	22%	22%
总收入 (亿元)	44.37	47.23	净利率	10%	10%
综合毛利率	20%	20%	净利润	1.5	3.5
净利润 (亿元)	1.09	1.2	三项业务总计	2017 年	2018 年
			合计净利润 (亿元)	3.5	6.1
			总市值 (含增发摊薄后)	120.5	120.5
			市盈率	34.8	19.8

资料来源: 招商证券

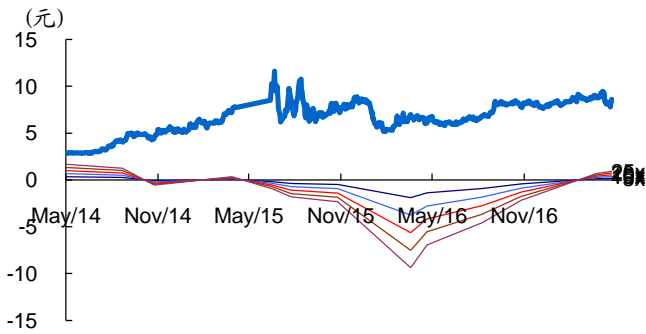
表 13: 纸业行业估值对比

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	17/4/28	15	16	17E	15	16	17E	(LF)	(MRQ)
晨鸣纸业	11.93	0.50	0.99	1.35	23.9	12.1	8.8	1.3	3.1
华泰股份	5.48	0.06	0.16	0.40	99.6	35.1	13.8	1.0	1.9
博汇纸业	5.00	0.03	0.15	0.42	173.6	33.2	11.9	1.5	4.7
太阳纸业	6.88	0.27	0.42	0.60	25.5	16.4	11.4	2.1	5.4

景兴纸业	5.96	0.01	0.29	0.32	596.0	20.6	18.6	1.9	3.9
山鹰纸业	3.49	0.06	0.09	0.20	58.2	38.8	17.4	1.8	5.0
平均					162.8	26.0	13.7	1.6	

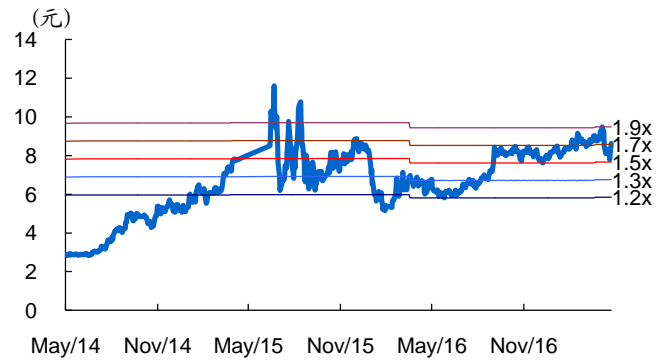
资料来源: Wind, 招商证券

图 34: 岳阳林纸历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 35: 岳阳林纸历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

参考报告:

- 1、《岳阳林纸 (600963) — 央企改革, 华丽转身》2015-06-17
- 2、《岳阳林纸 (600963) — 业绩下行, 央企改革预期升温》2014-10-28
- 3、《岳阳林纸 (600963) — 林权改革资产重估, 央企改革重获成长》2014-09-02

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7434	7451	9452	13693	15497
现金	793	392	508	703	925
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	508	326	444	632	769
应收款项	988	808	1075	1529	1861
其它应收款	67	464	632	899	1094
存货	4834	4713	5808	8513	9188
其他	245	749	986	1417	1660
非流动资产	8115	6777	6273	5810	5384
长期股权投资	31	30	30	30	30
固定资产	4916	4465	4034	3635	3267
无形资产	734	715	644	579	521
其他	2435	1566	1566	1565	1565
资产总计	15550	14228	15725	19503	20881
流动负债	7532	7114	7903	11178	11393
短期借款	3161	3469	4626	6754	6682
应付账款	861	797	984	1443	1557
预收账款	92	128	158	232	251
其他	3419	2719	2135	2749	2903
长期负债	2793	1862	1862	1862	1862
长期借款	1363	952	952	952	952
其他	1430	910	910	910	910
负债合计	10325	8975	9765	13040	13255
股本	1043	1043	1398	1398	1398
资本公积金	4051	4051	4051	4051	4051
留存收益	130	159	511	1013	2177
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5225	5253	5961	6463	7626
负债及权益合计	15550	14228	15725	19503	20881

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	937	(330)	(1524)	839
净利润	(390)	28	353	608	1346
折旧摊销	542	384	417	376	339
财务费用	388	198	326	398	458
投资收益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(526)	335	(1425)	(2914)	(1305)
其它	1	(1)	7	14	8
投资活动现金流	(110)	(96)	88	88	88
资本支出	(31)	(84)	88	88	88
其他投资	(79)	(11)	0	0	0
筹资活动现金流	249	(1306)	357	1632	(706)
借款变动	249	(589)	321	2129	(72)
普通股增加	0	(0)	355	0	0
资本公积增加	222	(0)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(106)	(182)
其他	(222)	(716)	(319)	(391)	(451)
现金净增加额	149	(464)	116	196	222

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5929	4799	6536	9301	11319
营业成本	5123	3993	4929	7225	7798
营业税金及附加	29	38	51	73	89
营业费用	259	202	275	279	340
管理费用	620	375	510	465	566
财务费用	444	203	326	398	458
资产减值损失	48	76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	6	6	6
营业利润	(589)	(81)	450	867	2074
营业外收入	212	127	127	127	127
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	(379)	42	573	991	2198
所得税	11	14	220	383	852
净利润	(390)	28	353	608	1346
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(390)	28	353	608	1346
EPS (元)	(0.37)	0.03	0.25	0.43	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	-19%	36%	42%	22%
营业利润	86%	-86%	-653%	93%	139%
净利润	-3100%	-107%	1150%	72%	121%
获利能力					
毛利率	13.6%	16.8%	24.6%	22.3%	31.1%
净利率	-6.6%	0.6%	5.4%	6.5%	11.9%
ROE	-7.5%	0.5%	5.9%	9.4%	17.6%
ROIC	-1.5%	0.7%	4.1%	5.5%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	63.1%	62.1%	66.9%	63.5%
净负债比率	29.6%	36.9%	35.5%	39.5%	36.6%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9
应收帐款周转率	6.5	5.3	6.9	7.1	6.7
应付帐款周转率	4.8	4.8	5.5	6.0	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	-0.37	0.03	0.25	0.43	0.96
每股经营现金	0.01	0.90	-0.24	-1.09	0.60
每股净资产	5.01	5.04	4.26	4.62	5.45
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.13	0.29
估值比率					
PE	-23.1	318.5	34.2	19.8	9.0
PB	1.7	1.7	2.0	1.9	1.6
EV/EBITDA	-280.7	-222.8	-90.4	-65.7	-37.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。