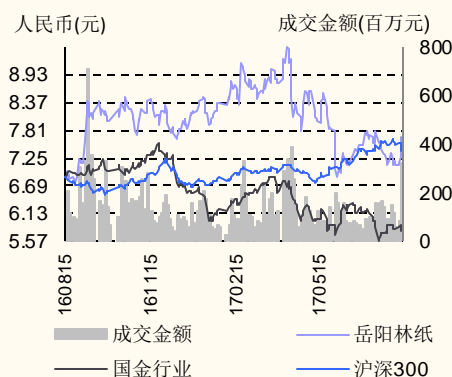


市场价格(人民币): 7.66元  
 目标价格(人民币): 9.80-9.90元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 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)	10,706.64
年内股价最高最低(元)	9.48/6.75
沪深300指数	3647.35
上证指数	3208.54



## 华丽转身，唯一园林央企开启新时代

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.374	0.027	0.255	0.441	0.551
每股净资产(元)	5.01	5.04	5.49	5.98	6.62
每股经营性现金流(元)	0.01	0.90	-0.24	0.83	0.44
市盈率(倍)	-22.01	301.91	30.04	17.37	13.90
行业优化市盈率(倍)	30.99	30.99	30.99	30.99	30.99
净利润增长率(%)	-3035.16%	-107.24%	1164.43%	72.61%	25.05%
净资产收益率(%)	-7.46%	0.54%	6.23%	9.88%	11.16%
总股本(百万股)	1,043.16	1,043.16	1,397.73	1,397.73	1,397.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **从 1.42 倍 PB 估值说起，战略布局园林估值修复可期：**公司当下 PB 仅 1.42 倍，今年并购凯盛园林大踏步进军大生态行业，我们认为业务的转变将促进公司盈利能力和 ROE 的提升，PB 估值修复可期：1) 净利率将提升：2016 年园林行业平均净利率 (9.5%) 远超造纸业 (5%)，公司 2016 年净利率仅 0.6%，随着园林业务占比提升，公司净利率将逐步提升；2) 资产周转率提升：园林行业通过 PPP 模式可大幅增加表外杠杆从而提升营收规模，2016 年资产周转率是造纸业的 1.2 倍，园林业务的营收提升将促进资产周转率的提升；3) ROE 提升 PB 修复可期：公司 2016 年的 ROE 仅 0.5%，根据以上逻辑在公司转型生态园林行业之后随着净利率和资产周转率的提升 ROE 将逐渐提升，PB 估值修复值得期待。
- **唯一央企园林公司，诚通实力雄厚具备高速发展基础：**1) 公司 2016 年以 6.46 元/股价格非公开发行 3.55 亿股，以 9.3 亿元价格收购凯胜园林进军大生态行业；2) 背靠诚通得天独厚：实际控制人央企中国诚通拥有近 900 亿资产、在国改中具有主导地位，为公司带来拿单和融资的优势，同时据凤凰财经消息中国诚通成立“中国诚通集团参与雄安新区建设工作领导小组”、马正武董事长任组长，建设绿色宜居雄安为公司带来潜在订单；3) 员工持股提升内在积极性：公司 2016 年定增对象中包含员工持股计划，共 197 人参与，以 6.46 元/股价格认购 0.23 亿股。
- **造纸业务回暖，甩开历史包袱调整结构：**1) 16 年下半年以来，由于环保趋严和供给侧改革，纸浆纸价上涨，公司 Q1 各产品顺势提价，根据业绩预告，今年 H1 造纸净利润同比增长 0.41-0.46 亿；2) 公司于 2015 年剥离亏损的骏泰浆纸且逐步减产湘江纸业，由于中国纸业旗下有多家造纸上市公司，我们认为公司造纸业务未来将以做精为主。
- **订单保障园林业绩高增，造纸业绩有贡献：**1) 凯胜园林在手订单 18.3 亿预计 2017 年贡献 10.6 亿营收，H2 新中标订单有望额外贡献 3.2 亿元营收，毛利率提升净利将达到 2.1 亿元；2) 造纸处于回暖周期纸价走高料持续，预计 2017 年贡献营收/业绩共 55.5/1.3 亿元；3) 参考公司订单情况和在手 170 亿框架协议，叠加行业景气驱动及未来森林小镇落地情况，我们认为公司园林业务将爆发发展，而造纸业务将逐步缩小，我们预计公司

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

石人望 联系人  
 shirenwang@gjzq.com.cn

2017/2018/2019 年的营收达 69.3/90.3/106.6 亿，净利润达 3.6/6.1/7.9 亿元。

### 投资建议

- 我们预测公司 17/18 年 EPS 分别为 0.26/0.44 元，根据分部估值法，给予公司园林和造纸业务 2018 年 PE 分别为 24/11 倍，最终市值为 135 亿，目标价格为 9.8 元，根据 PB 估值给予公司 2.5 倍市值达 188 亿，综合来看我们取目标价格 9.8 元，对应 2017/2018 年 PE 估值分别为 38/22 倍。

### 风险

- 造纸行业毛利率下降的风险，林地存货贬值的风险，凯胜园林毛利率下降的风险。

## 内容目录

一. 从 1.42 倍市净率说起, 进军园林将改善 ROE 估值修复可期	5
1.1 低 ROE 与低流动性造成公司市净率明显偏低	5
1.2 定增收购凯盛园林布局林业+园林, 战略转型全面提升 ROE	5
1.3 募资 9.3 亿收购凯胜, 标的优质高成长可期	6
二. 基因强大, 唯一央企园林前景广阔	8
2.1 中国诚通孙公司, 央企背景资源雄厚	8
2.2 诚通资源丰富, 森林小镇先下 50 亿框架协议	10
2.3 高评级债券+财务指标健康凸显融资优势	12
三. 环保+旅游: PPP 促进园林行业处最景气时光	13
四. 造纸业务走出低迷, 甩开历史包袱调整结构	14
4.1 行业景气度上升, 主营造纸量价齐观	14
4.2 甩开历史包袱, 调整产业结构	15
五. 园林业绩将爆发, 造纸将贡献业绩	16
5.1 合并凯胜报表预计今年园林贡献 13.8/2.1 亿营收/净利	16
5.2 纸价走高推动造纸业回暖, 公司传统业务发力	18
5.3 预计 2018/2019 年营收为 90.3/106.6 亿	19
六. 盈利预测与估值	21
6.1 盈利预测: 公司 2017/18E 净利润为 3.6/6 亿	21
6.2 采用分部 PE 估值法/PB 估值法, 给予目标价 9.8 元	21
七. 风险提示	22

## 图表目录

图表 1: 公司市净率与园林和造纸企业比较均偏低	5
图表 2: 凯盛园林拥有多项企业资质与信誉	6
图表 3: 2014-2016 年凯胜园林营收与增速 (单位: 亿)	6
图表 4: 2014-2016 年凯胜园林净利与增速 (单位: 亿)	6
图表 5: 2017 年 5 月后公司订单增多	6
图表 6: 2014-2016 年凯胜园林与同业竞争者净利率水平	7
图表 7: 并购后两个月在手订单金额增加 11.3 倍	8
图表 8: 母公司中国纸业积极协助园林布局, 中国纸业总经理出席 PPP 项目开工仪式	8
图表 9: 岳阳林纸是中国纸业子公司、中国诚通孙公司	9
图表 10: 诚通各项业务发展情况良好, 均成为相应行业的翘楚	9
图表 11: 中国诚通领头多家央企建立 3500 亿国改基金	10
图表 12: 中国诚通 11 年间完成多家央企及地方国企重组运作	10
图表 13: 央企背景提升公司 PPP 获单能力和议价能力	10
图表 14: 林业局《关于开展林特色小镇建设试点工作的通知》试点内容	11

图表 15: 一年国债到期收益率不断走高.....	12
图表 16: 园林企业资产负债率中位值达 54%.....	12
图表 17: 公司财务费用率逐年降低.....	13
图表 18: 公司财务杠杆高于园林和造纸行业.....	13
图表 19: 生态环保类 PPP 项目投资额超过 7000 亿元.....	14
图表 20: 旅游类 PPP 项目投资额超过 9000 亿元.....	14
图表 21: 2014-2017 年造纸业固定资产投资额 (亿) .....	14
图表 22: 2010-2015 年落后产能淘汰量 (万吨) .....	14
图表 23: 纸原料价格上涨 (元) .....	15
图表 24: 多品类纸种价格上涨 (元) .....	15
图表 25: 纸浆价格走低泰格浆纸连年亏损.....	16
图表 26: 凯胜园林有在手订单 18.3 亿元.....	16
图表 27: 园林行业季节性明显, 参考行业其他公司假设各季度施工量占比分别为 8.8%/24.5%/23.4%/43.3%.....	17
图表 28: 园林板块业绩测算逻辑.....	18
图表 29: 公司 Q1 进行三次提价 (元, 累计值) .....	18
图表 30: 2017 年上半年利润增加主要依赖造纸回暖 (万) .....	18
图表 31: 非园林板块业绩测算逻辑.....	19
图表 32: Q1 纸价处于上涨阶段, 净利率未达到顶峰.....	19
图表 33: 从历史情况来看上下半年营收状况相近.....	19
图表 34: 园林板块业绩 2018/19 年测算逻辑 .....	20
图表 35: 参考历史数据, 纸价将维持 1.5-2 年高价位, 考虑到去库存和环保政策实施后市场集中度变高带来的缓冲, 2019 假设毛利率下降至 2017 年一般 21	
图表 36: 公司 2017/18 年 EPS 将达到 0.26/0.44 元/股.....	21
图表 37: 与各板块业务可比公司比较.....	22
图表 38: 和园林/造纸企业比较取 PB 为 2.5.....	22

## 一. 从 1.42 倍市净率说起，进军园林将改善 ROE 估值修复可期

### 1.1 低 ROE 与低流动性造成公司市净率明显偏低

- **岳阳林纸估值偏低系：**1) 园林公司市净率一般在 3 以上（龙头企业东方园林和铁汉生态 PB (MRQ) 为 5.15/3.66），而岳阳林纸当下 PB 仅 1.42 倍，即使和传统造纸企业比较市净率也偏低；2) 将园林行业和造纸行业中规模较大的 8 家企业对比可以发现造纸企业的估值普遍偏低，即使 2017 年纸价出现大幅上涨行业前景可期 PB 仍然大幅落后园林行业。

图表 1：公司市净率与园林和造纸企业比较均偏低

行业	证券简称	PE(TTM)	PB(MRQ)
园林企业	棕榈股份	95.41	3.46
	蒙草生态	44.64	5.85
	铁汉生态	35.84	3.66
	东方园林	32.15	5.15
造纸企业	山鹰纸业	19.95	2.33
	博汇纸业	21.19	1.90
	太阳纸业	15.44	2.49
	晨鸣纸业	13.20	1.37

来源：wind，国金证券研究所

- **低 ROE 带来造纸行业估值偏低：**1) 园林行业规模较大的 10 家企业 2016 年平均 ROE 为 8.4%，而造纸行业仅为 4.3%，我们认为造纸行业的资产周转率和净利率较低是两大原因；2) 观察造纸行业和园林行业的整体盈利状况可以发现，除去园林行业的 Q1 淡季，园林行业净利率远高于造纸业，即使是造纸业净利率较好的 2016 年园林行业的净利率也接近其 2 倍；3) 造纸企业资产周转率为 0.44，园林企业为 0.51，重资产、存货较多是制约造纸业提高 ROE 的主要因素，且随着 PPP 模式的推出大型园林企业的资金流动性进一步改善、双方差距可能拉大。
- **公司林地资产庞大降低流动性：**1) 公司有 35 亿的林地资产、占存货的 74%，庞大的林地资产制约了资金的流动性，市场对公司大量的林木资产通过制浆造纸实现盈利的能力存疑，因此当下估值偏低；2) 2016 年湘江纸业因污染问题搬迁，公司的造纸板块可能存在技术设备老旧的问题，造成 PB 低于其他造纸企业；3) 我们认为公司未来通过战略转型以及产业协同等转变将有效提高盈利能力并提升资产周转率。

### 1.2 定增收购凯盛园林布局林业+园林，战略转型全面提升 ROE

- **发布定增收购凯胜园林：**2016 年 6 月 8 日公司发布定增预案，拟募集资金 22.94 亿元，其中 9.34 亿元收购凯胜园林 100% 股权；5 月 18 日公司定增方案顺利实施完成，其中非公开发行股票数量 3.55 亿股，发行价格为 6.46 元/股，募集资金净额为 22.52 亿元，募股收购凯胜园林后，公司实际控制人仍为中国诚通的子公司中国纸业，直接和间接持有股份由 37.3% 上升至 42.2%。
- **员工持股加强激励：**公司定增预案中，员工持股计划以 6.46 元/股认购 0.23 亿股，参与人数达到 197 人，员工持股计划将有望改善激励、促进公司 ROE 增长。
- **园林模式成提升 ROE 关键，并购凯盛打造园林产业链：**1) 公司一直在尝试除了木浆制造的其他办法盘活林木资本，战略收购凯胜园林意在打造园林生态产业链，同时公司也加大了对生态苗圃建设的力度，如此能够更好地发挥自身林地资产多、管理经验丰富的优势；2) 在园林行业上行、造纸价格上涨的双利好背景下，公司两方面业务齐头并进将更好地提升资产的流动性、改善资产周转率；3) 长期而言，通过向园林产业战略转型，相比

传统的造纸业公司将大大提高盈利能力，随着园林板块的营收占比不断扩大，公司的 PB 将逐渐向园林行业看齐。

### 1.3 募资 9.3 亿收购凯胜，标的优质高成长可期

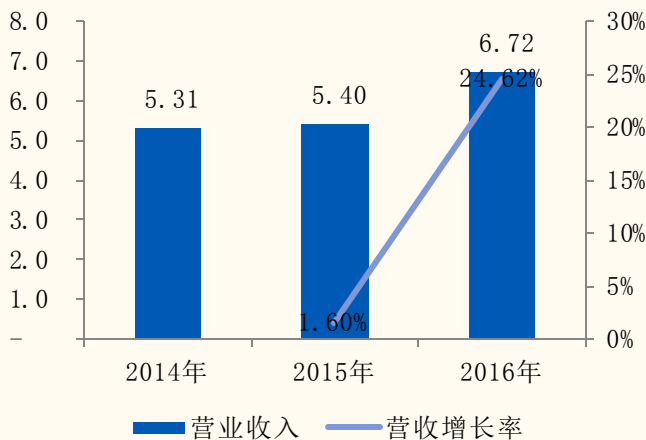
- **凯胜质地优质，资质信誉俱佳：**浙江凯胜园林市政建设有限公司成立于 2000 年，是一家集市政工程施工、环境生态工程设计施工、园林绿化施工、园林景观设计、市政绿化养护为一体的综合性公司。公司历经 17 年的整合、突破、升级，实力不断壮大，现已手握多项资质与信誉，荣获多个称号与奖项。

图表 2：凯盛园林拥有多项企业资质与信誉

企业资质	企业信誉
市政公用工程施工总承包壹级	浙江省工商企业 AAA 级重合同守信用
风景园林工程设计专项甲级	宁波市银行信用等级 AAA 级
城市及道路照明工程专业承包壹级	职业健康安全管理体系
园林古建筑工程专业承包壹级	环境管理体系
市政（道路工程）专业设计乙级	质量管理体系
建筑装饰装修工程专业承包贰级	《中国园林》协办单位
绿化造林施工和设计乙级	宁波市风景园林学会副理事长单位
	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

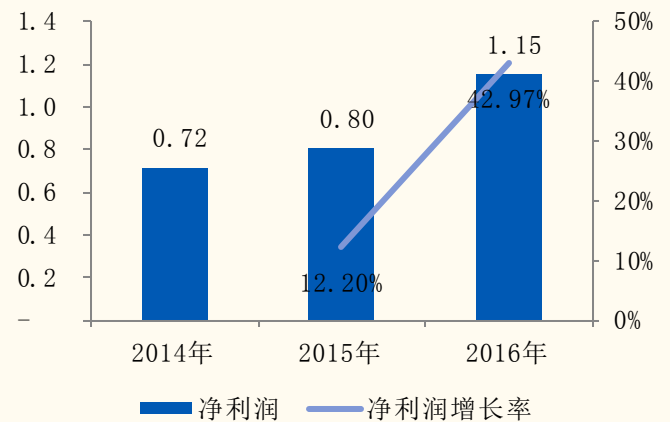
来源：凯盛园林官网，国金证券研究所

图表 3：2014-2016 年凯胜园林营收与增速（单位：亿）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2014-2016 年凯胜园林净利与增速（单位：亿）



来源：wind，国金证券研究所

- **深耕生态园林行业，新项目陆续推进：**1) 公司完成收购后，凯胜园林后续订单积极推进，2017 年 5 月凯盛园林正式成为岳阳林纸子公司以来，已公告中标 6 个项目，金额合计 17.5 亿元，巩固公司在园林行业的步伐；2) 从订单内容来看，出去传统的市政园林，公司开始大举进军生态旅游，并开始在海绵城市初显锋芒。

图表 5：2017 年 5 月后公司订单增多

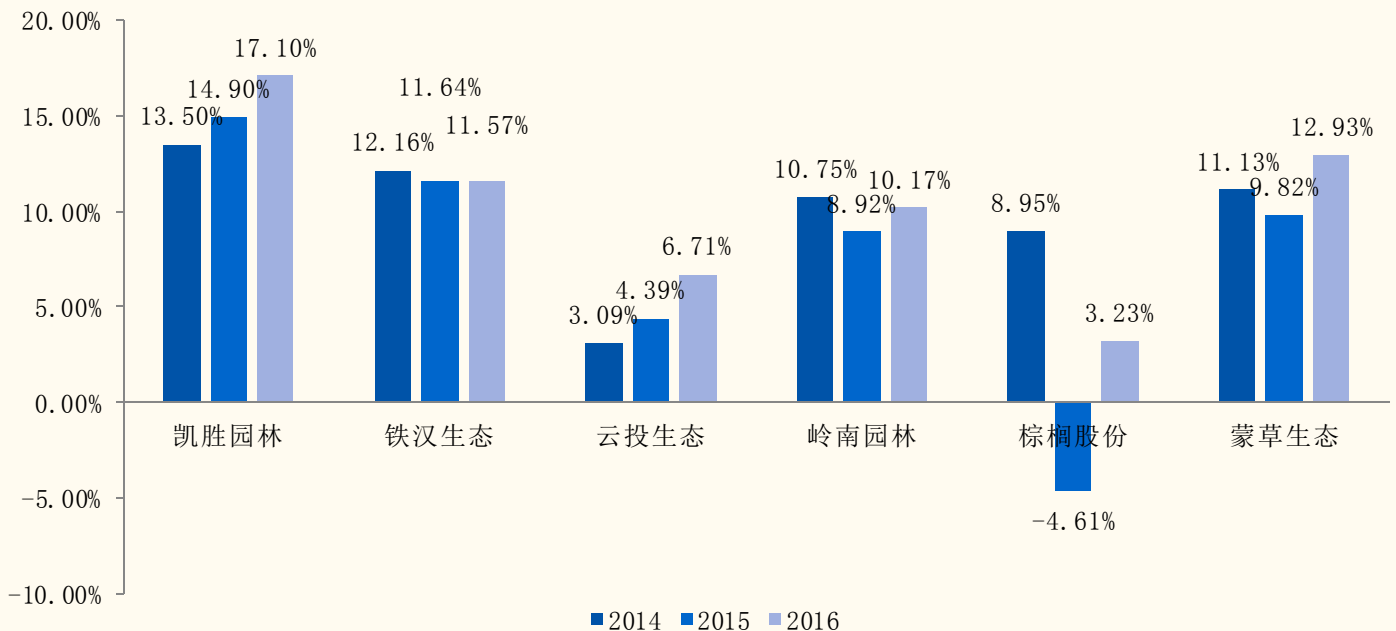
日期	项目	公司占比	金额 (亿)	影响
05/2017	泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目	预计 95%	12.5	该项目为湖南省第四批政府和社会资本合作 (PPP) 示范项目，有

日期	项目	公司占比	金额 (亿)	影响
06/2017	保方寺公园 EPC (设计、采购、施工) 总承包项目 EPC 工程总承包	预计 95%	1.5	利于公司其他省份业务的拓展 公司将以此为契机, 继续加大在园林、建筑领域的资源投入和市场开拓力度。
06/2017	宁波滨海万人沙滩绿化、景观及附属配套设施工程施工包合同	100%	1.4	推进落实与宁波国际海洋生态科技城市管理委员会签订的战略合作框架协议项目
06/2017	东湖绿道工程一标段	70 天	0.49	
08/2017	谢家及天水片区海绵化改造二期工程 (总承包) 三标段	100%	1	公司进军海绵城市
08/2017	北海市市花公园及体育休闲公园工程总承包施工	100%	1.1	8 月初公司再接两订单, 下半年订单金额有望稳定上涨
总计			17.5	

来源:凯盛园林官网, 公司公告, 国金证券研究所

- **横向对比彰显出色品质, 净利率高于行业平均水平:** 我们选取东方园林、铁汉生态、云投生态、岭南园林、棕榈股份、蒙草生态等园林企业作为同行竞争者。2014 年行业净利率水平维持在 3%-13% 区间内, 到了 2015 年行业净利率水平进一步下降, 只有铁汉生态和蒙草生态等盈利能力较强的企业仍然能将净利率水平维持在 10% 左右, 2016 年以来虽然行业向好, 但提升幅度较小。而凯胜园林 2014、2015、2016 年的净利率分别为 13.50%、14.90%、17.10%, 显著高于行业平均水平, 体现良好的盈利能力和费用管控能力。

图表 6: 2014-2016 年凯胜园林与同业竞争者净利率水平



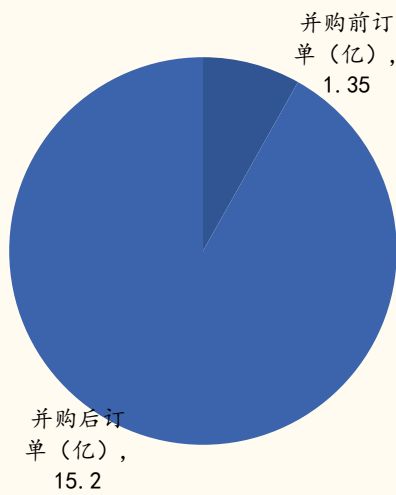
来源: wind, 国金证券研究所

- **业绩贡献立竿见影, 高利润率园林业务打开公司盈利上升通道:** 凯胜园林 6 月已经顺利实现并表, 上半年上市公司新增园林业务净利润 2100-2500 万元, 园林绿化行业工程施工普遍采取“前期垫付、分期结算、分期收款”的结算模式, 我们预计园林公司更多的利润将于 17 年下半年体现。同时,

园林市政相较于造纸的表现出更高的盈利水平，并表后将有效提升母公司业绩盈利能力。

- **并购完成凯胜订单金额猛增：**1) 凯胜园林中标能力大幅增加：在并购前，凯胜园林并无中标 PPP 项目的的能力，故从“泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目”开始计算，3 个月内凯胜园林在并购后已经获得了 16.6 亿元订单，是一季度中标金额的 11.3 倍；2) 中标项目中“泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目”在 4 月 17 日中标、5 月 17 日签约，但实际已经在 2016 年 12 月举行了开工仪式、并且中国纸业总经理张强出席了开工仪式，可见岳阳林纸在并购完成前已经开始进行了园林项目的布局，未来凯胜订单将继续高速增长。

图表 7：并购后两个月在手订单金额增加 11.3 倍



来源：wind、国金证券研究所

图表 8：母公司中国纸业积极协助园林布局，中国纸业总经理出席 PPP 项目开工仪式



来源：公司官网，国金证券研究所

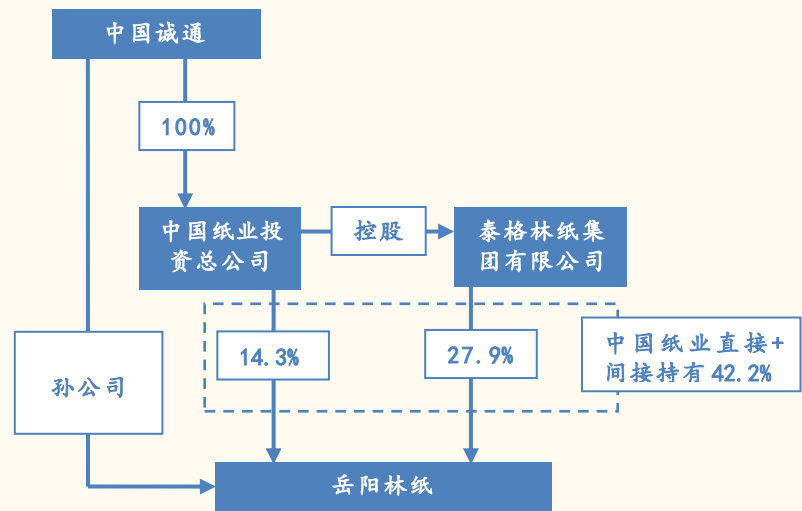
## 二. 基因强大，唯一央企园林前景广阔

### 2.1 中国诚通孙公司，央企背景资源雄厚

- **诚通集团业务广泛：**1) 岳阳林纸实际控制人为央企中国诚通，是国资委首批央企建立和完善国有独资公司董事会试点企业和国有资产经营公司试点企业；2) 诚通集团成立于 1992 年，由 19 家原国家物资部直属物资流通企业合并组建而成，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；3) 中国诚通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；4) 公司母公司仍为中国诚通的子公司中国纸业，直接和间接持有股份达 42.2%。



图表 9：岳阳林纸是中国纸业子公司、中国诚通孙公司



来源：公司公告，国金证券研究所

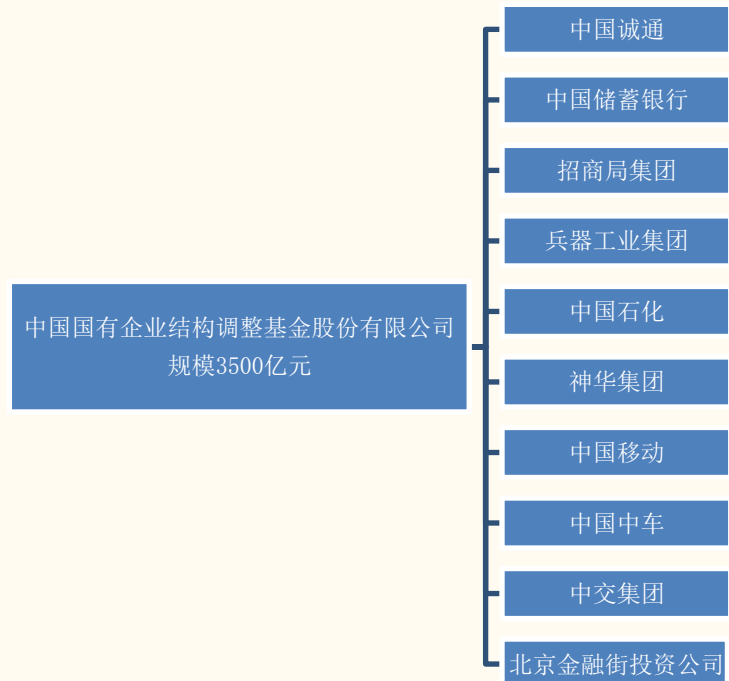
图表 10：诚通各项业务发展情况良好，均成为相应行业的翘楚

业务平台	发展情况
资产经营管理	2005年6月，中国诚通被国务院国资委确定为国有资产经营公司试点单位，现已成为发展成为在国有经济和中央企业布局与结构调整中发挥独特作用、市场竞争力强的资产经营公司
综合物流服务	中国诚通具有60余年的专业物流经营管理经验，拥有全国最大、分布最广，集仓储、配送、信息一体化的物流网络，具备供应链管理综合服务能力，可为客户提供全过程物流解决方案。
生产资料贸易	拥有覆盖全国主要市场、较为完善的金属等生产资料贸易服务网络，以供应链管理方式，为客户提供综合性、多样化贸易服务。
林浆纸生产、开发及利用	中国诚通是经国务院国资委批准、唯一拥有林浆纸生产、开发及利用主业的中央企业。纸业板块拥有三家上市公司：冠豪高新、粤华包B、岳阳纸业。集团在推进“走出去”战略、发展海外业务过程中，充分注意统筹各业务板块的发展战略，注重加强内部业务协同，挖掘集团潜力和各业务板块优势，以形成业务上互相支持、资源上互通有无、管理上互相借鉴、目标上共同推进的发展局面。

来源：公司官网，国金证券研究所

- 2005年被国资委确定为国有资产经营公司试点企业显地位。按照市场原则搭建国有资产重组和资本运作的平台，探索中央企业非主业及不良资产市场化、专业化运作和处置的路径。中国诚通携手几大央企共同建立3500亿国改基金，投向战略投资、转型升级、资产经营等多个领域。

图表 11：中国诚通领头多家央企建立 3500 亿国改基金



来源：国金证券研究所

## 2.2 诚通资源丰富，森林小镇先下 50 亿框架协议

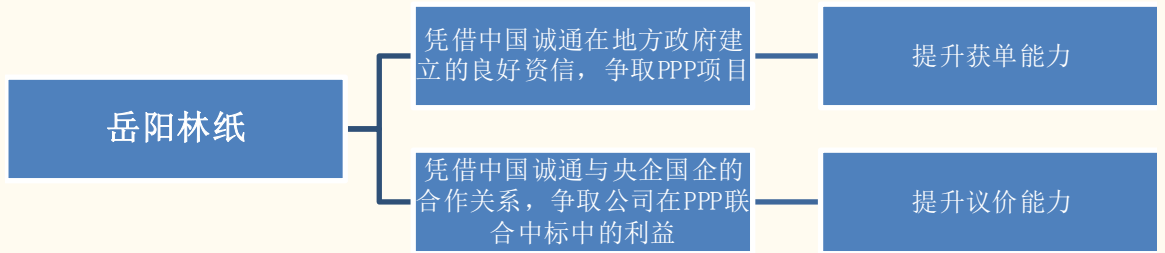
- **拥抱多家央企与地方国企，政企关系良好：**1) 在 11 年的经营管理中，中国诚通经手了多家央企及地方国企的重组运作，与大型央企、各地方政府建立了良好的合作关系，提升公司在市政园林和 PPP 方面的获单能力和议价能力；2) 2016 年 4 月，公司与宁波国际海洋生态科技城管理委员会签署战略合作框架，运用 PPP 合作模式，初步匡算投资总额不低于 120 亿元，而诚通与生态科技城开展了全方位的合作，此次签署是公司依托央企平台与地方政府合作向生态园林业务延伸的具体体现，未来有望保持和复制央企背景优势，迎来 PPP 业绩增长。

图表 12：中国诚通 11 年间完成多家央企及地方国企重组运作

企业级别	数量
中央一级企业	6
中央企业所属二级企业	14
军工企业	11
地方国有企业	1
地方国有企业系统内企业	182

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 13：央企背景提升公司 PPP 获单能力和议价能力



来源：国金证券研究所

- 特色小镇渊源深厚，园林 PPP 订单值得期待：**1) 早在 2013 年 11 月国家林业局与公司股东中国诚通签订了《关于开展林业战略合作框架协议》，2017 年 6 月 27 日，又与母公司中国纸业共同商定起草了《关于合作共建森林特色小镇战略协议》和《中国森林特色小镇建设发展基金发起设立方案》，设立“中国森林特色小镇建设发展基金”，扶持建设一批森林特色小镇试点，引领带动国有林场森林特色小镇建设；2) 就在 7 月 7 日，林业局发布了《关于开展森林特色小镇建设试点工作的通知》，将在国有林地和林场中挑选 30 处进行森林小镇试点；3) 岳阳林纸是中国纸业子公司中从事园林建设、生态治理等 PPP 项目的上市平台，考虑到中国林纸与林业局发展森林小镇、盘活林木资产的共同战略，公司未来相关 PPP 项目订单前景可观，8 月 10 日公司与广西国有七坡林场签署《环绿城南宁森林旅游圈七坡板块项目投资合作框架协议》，价值 50 亿、工期 5 年。
- 业局特色小镇规划明确，规模预计达 600 亿：**1) 在全国选取 30 处森林覆盖率较高、交通便捷、当地政府积极的国有林场；2) 模式上可以自选 PPP 或其他模式；3) 建设内容主要包括：生态小镇及相应食宿建设和基础设施完善，凯胜的业务将主要涉及休闲疗养产业及相关设施的建设；4) 以价值 50 亿的环绿城南宁森林旅游圈七坡板块项目为例：框架协议规定双方将进行森林休闲旅游、森林生态文化教育、森林康养、森林特色小镇等森林旅游产品打造开发，协议还包括了金鸡山森林康养基地、一站式森林时尚生活区及七彩森林生态文化走廊、最美森林学校、台湾花卉产业园，将采用 PPP 等多种模式；5) 参考目前广西七坡林场综合项目投资额达到 50 亿元，估计 30 个森林小镇试点项目平均投资额达 20 亿、市场规模将达到 600 亿元，考虑到岳阳林纸独有的林业管理经验以及中国纸业与林业局的合作，预计岳阳林纸在未来建设会显著受益。

图表 14：林业局《关于开展林特色小镇建设试点工作的通知》试点内容

范围和规模	在全国国有林场和国有林区林业局范围内选择 30 个左右作为首批国家建设试点。
建设方式	在稳定和充分保障国有林场和国有林区森林资源权益的基础上，可采取使用权与经营权分离的方式，放活经营权。可采取自建、合资合作和 PPP 合作建设等模式推进小镇建设，实现场镇企有效对接、互利共赢，融合发展。小镇建设要坚持改造利用、提档升级为主，原则上不搞新建，确需新建的要从严控制、严格把关。重点通过对国有林场和国有林区林业局的老旧场（局）址工区、场房住房等的改造，将其建设成地方特色鲜明，又与原生态景观风貌紧密融合的特色民居、森林小屋等接待设施。要注重与生态扶贫、林场棚户区改造、移民搬迁和场部搬迁重建，以及森林公园、湿地公园等工程项目建设相结合，相互促进，融合发展。
建设条件	<ol style="list-style-type: none"> <li>具有一定规模：一般应选择在森林分布集中，森林覆盖率一般应在 60% 以上，森林景观优美、周边生态环境良好，具备较好文化底蕴、无重大污染源，规模较大的国有林场或国有林区林业局建设。</li> <li>建设积极性高：国有林场和国有林区林业局建设积极性较高，当地政府重视森林特色小镇建设工作，在小镇项目建设投入、招商引资、土地优惠以及基础设施建设等方面政策扶持力度大。</li> <li>主导产业定位准确：主要依托森林资源和生态优势，重点发展森林观光游览、休闲度假、运动养生，以及森林食品、森林药材等林产品培育、采集和初加工的绿色产业。</li> <li>基础设施较完备：国有林场和国有林区林业局水电路讯等基础设施较完善，建设地点原则上要选择在距机场或高铁站 50-100 公里范围内。</li> </ol>

主要内容

1. 改善接待条件：通过对国有林场和国有林区林业局老旧场（局）址工区、场房民居等的改造，建设成地方特色鲜明，又与小镇森林特色生态景观风貌紧密融合的特色民居、森林小屋等，努力提升食宿接待能力和服务水平。
2. 完善基础设施：建设水、电、路、讯、生态环境监测等基础设施和森林步道等相应的观光游览、休闲养生服务设施，为开展游憩、度假、疗养、保健、养老等休闲养生服务提供保障，不断提升小镇公共服务能力、水平和质量。
3. 培育产业新业态：充分发掘利用当地的自然景观、森林环境、休闲养生等资源，积极引入森林康养、休闲养生产业发展先进理念和模式，大力探索培育发展森林观光游览、休闲养生新业态，拓展国有林场和国有林区发展空间，促进生态经济对小镇经济的提质升级，提升小镇独特竞争力。

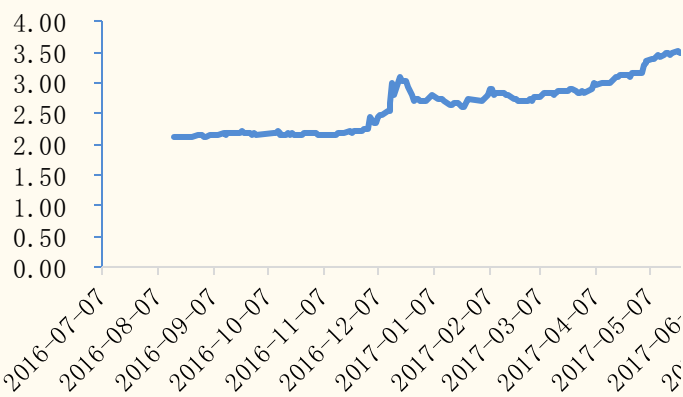
来源：林业局，国金证券研究所

- **岳阳林纸或将承接中国纸业的林地改造任务**：1) 考虑到岳阳林纸自身以及中国纸业拥有着诸多的林地资产，而岳阳林纸引入凯胜园林的本意就是盘活其林木资产，岳阳林纸可能将对中国纸业旗下的林地资产进行生态旅游改造；2) 中国诚通已通过中国寰岛集团开拓海上旅游业务，在旅游方面有一定经验，未来可以为生态旅游提供完整产业链。
- **诚通大举进军雄安，打造绿色宜居城市**：1) 班组建立战略明确：据凤凰财经消息，4月14日中国诚通成立了由马正武董事长任组长的“中国诚通集团参与雄安新区建设工作领导小组”，战略意图明确；2) 全方位投资雄安：集团明确在雄安新区建设发挥智慧物流服务、生态建设、健康养老平台三大优势；3) 中国诚通提出将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，未来诚通在雄安新区的生态建设计划为公司带来了潜在订单

2.3 高评级债券+财务指标健康凸显融资优势

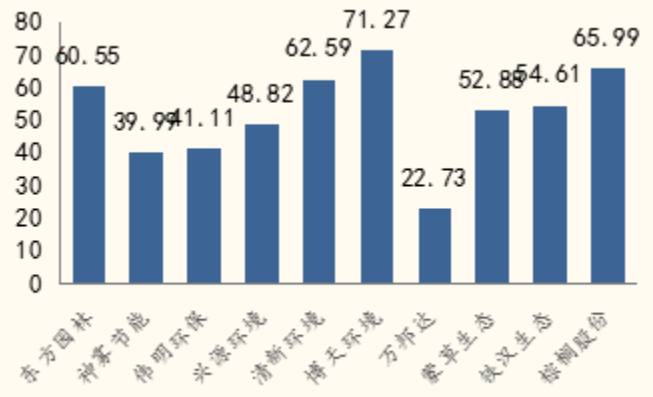
- **利率上行对建筑企业股价有所影响**：1) 2016年下半年以来，一年期国债到期收益率波动上升，今年货币政策边际收紧、利率不断上行；2) 园林行业是资金密集型行业：在传统 EPC 等项目中国林企业需要有大量垫款、在 PPP 模式中需要出资建立 SPV 公司，在园林订单大量爆发的背景下园林企业急需通过借款缓解资金流动性紧张的问题；3) 园林企业负债率较高、中位值为 54%，在加息周期中财务费用有所上升影响业绩，同时资金周转紧张成为诸多优质园林企业开发新项目的阻碍；3) 2017 年园林行业订单爆发，诸多公司为了承接新项目增加负债，在利率上行的背景下公司融资成本低的优势将凸显。

图表 15：一年国债到期收益率不断走高



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：园林企业资产负债率中位值达 54%

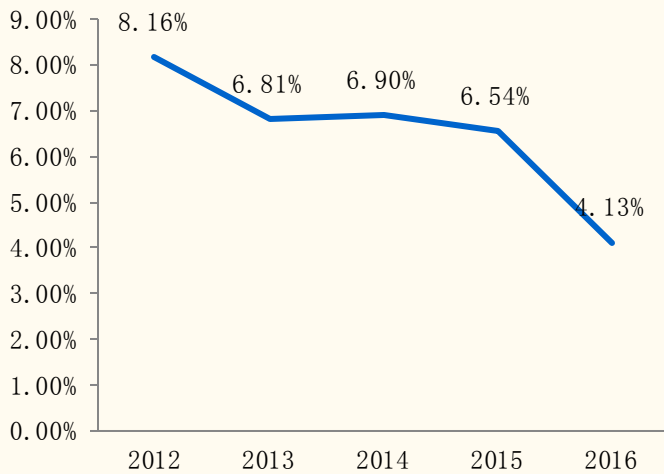


来源：wind，国金证券研究所

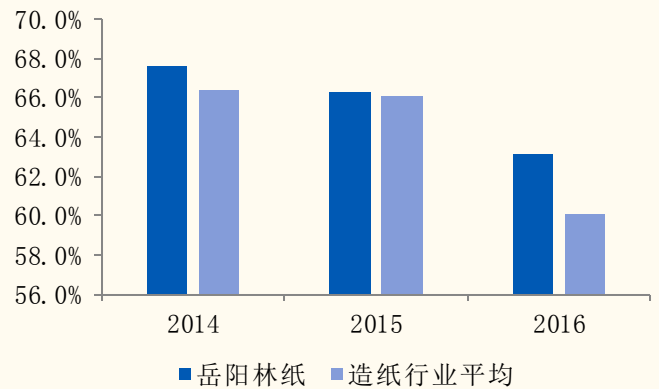
- **高评级债券提升融资能力**：2013年5月，岳阳林纸发行“12岳纸 01”，作为中国造纸业最大央企中国纸业间接控制子公司，同时拥有诚通集团为债券提供担保，“12岳纸 01”拥有 AAA 债券债项评级，AA-主体评级。2017年5月，主体评级提升为 AA，公司对全部债务具有良好的偿付能力、信用风险较低。

- **财务指标侧面印证低融资优势：**1) 自 2012 年以来，公司财务费用率逐年降低，2016 年较 2012 年降低幅度接近 50%，体现公司良好的费用管控能力和较低的融资成本；2) 公司债务比率健康，始终处于行业平均附近，体现了公司充分利用财务杠杆，同时具备较好的风控能力，不至于导致过高的财务风险，有利于融资活动的可持续发展。

图表 17：公司财务费用率逐年降低



图表 18：公司财务杠杆高于园林和造纸行业



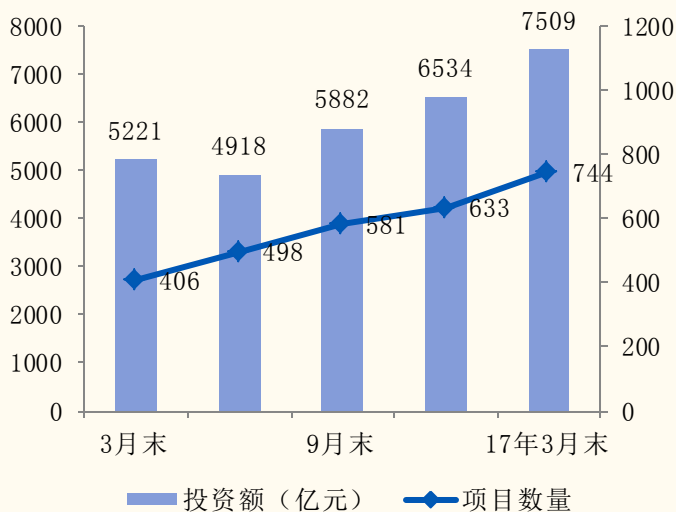
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

### 三. 环保+旅游：PPP 促进园林行业处最景气时光

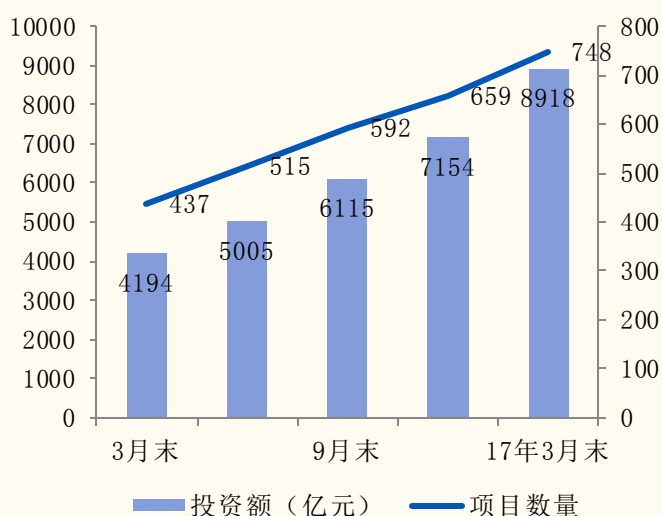
- **生态环保显著增加园林空间，PPP 项目投资规模在 2017 年将再增加 3500 亿元以上：**生态环保为园林企业开拓 PPP 项目的主要行业之一，根据财政部 PPP 中心统计，截止 2016 年底，旅游类 PPP 入库项目达到 659 个，总投资额 7154 亿元。2016 年 6 月末、9 月末、12 月末生态环保类 PPP 项目累计投资额分别是 4918、5882、6534 亿元，季度复合增速为 15.26%。我们保守估计 2017 年季度增速为 11.5%，则 2017 年四个季度生态环保类 PPP 项目累计投资额分别为 7285、8123、9057、10099 亿元，2017 年相比 2016 年生态环保类 PPP 项目总投资额将增加 3500 亿元以上。
- **园林向旅游行业拓展，旅游类 PPP 项目投资额大幅增长：**根据财政部 PPP 中心统计，截止 2016 年底，旅游类 PPP 入库项目达到 659 个，总投资额 7154 亿元。2016 年 3 月末、6 月末、9 月末、12 月末旅游类 PPP 项目累计投资额分别是 4194、5005、6115、7154 亿元，季度复合增速为 19.48%。我们保守估计 2017 年季度增速为 15%，则 2017 年四个季度旅游类 PPP 项目累计投资额分别为 8227、9461、10880、12512 亿元，2017 年相比 2016 年旅游类 PPP 项目总投资额将增加 5000 亿元以上。

图表 19: 生态环保类 PPP 项目投资额超过 7000 亿元



来源: 财政部 PPP 中心、国金证券研究所

图表 20: 旅游类 PPP 项目投资额超过 9000 亿元



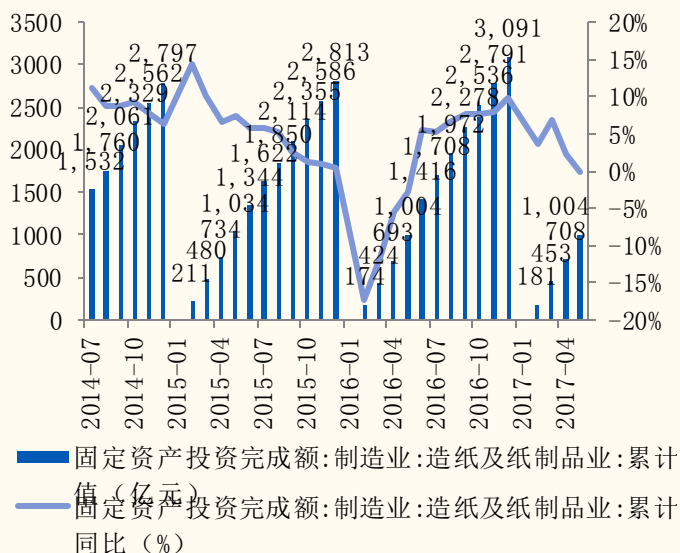
来源: 财政部 PPP 中心、国金证券研究所

#### 四. 造纸业务走出低迷, 甩开历史包袱调整结构

##### 4.1 行业景气度上升, 主营造纸量价齐观

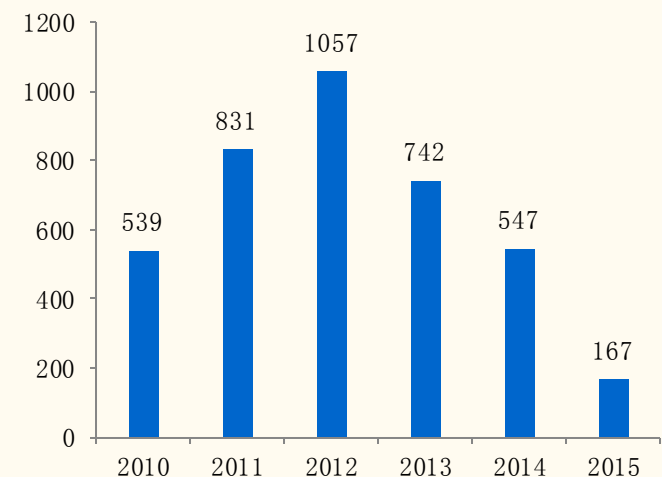
- 16 年下半年以来, 在造纸行业利润率极低情况下新增固定资产投放趋少, 外加国家落后产能淘汰、环保政策趋严, 2017 年全行业新增产能较少; 纸业需求端方面, 在其它品种纸类需求平稳包装纸需求旺盛情况下, 供需状况缓和, 造纸业迎来新一轮行业景气期。

图表 21: 2014-2017 年造纸业固定资产投资额 (亿)



来源: wind, 国金证券研究所

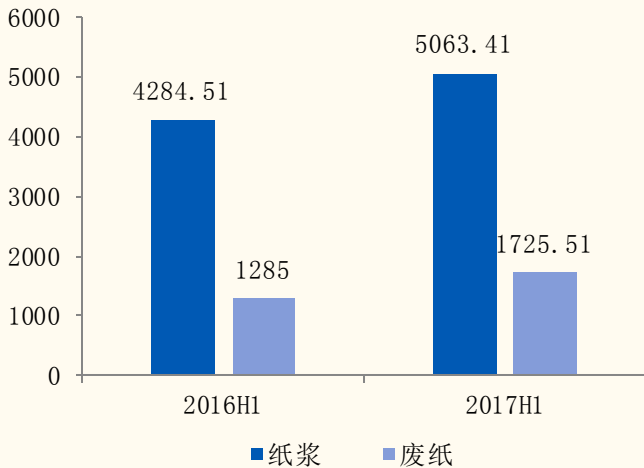
图表 22: 2010-2015 年落后产能淘汰量 (万吨)



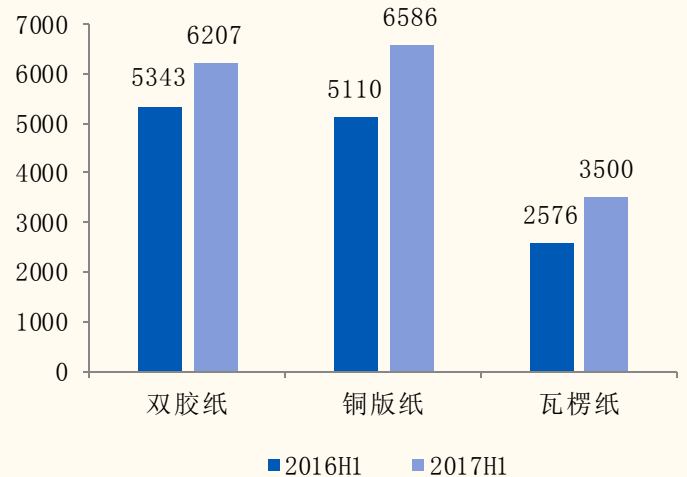
来源: wind, 国金证券研究所

- 造纸行业景气度上行, 纸浆纸价纷纷上涨: 2017 年上半年, 造纸行业景气反弹。原材料方面, 纸浆 2017 年上半年均价 5063.43 元/吨, 同比增长 18.18%; 废纸 2017 年上半年均价 1725.51 元/吨, 同比增长 34.28%; 纸价方面, 双胶纸 2017 年上半年均价 6207 元/吨, 同比增长 16.17%; 铜版纸 2017 年上半年均价 6586 元/吨, 同比增长 28.89%; 瓦楞纸 2017 年上半年均价 3500 元/吨, 同比提高 35.86%。

图表 23: 纸原料价格上涨 (元)



图表 24: 多品类纸种价格上涨 (元)



来源: wind、国金证券研究所

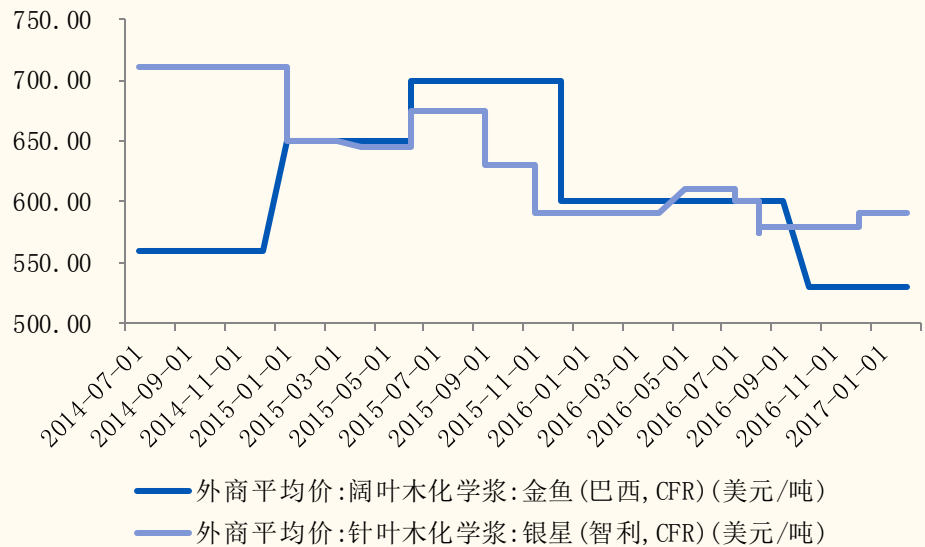
来源: wind、国金证券研究所

- 造纸市场行情向好, 公司各产品 Q1 顺势提价, 造纸主业净利润创新高:** 2017 年 1 月 13 日、2 月 17 日、3 月 21 日公司发出《调价通知函》调高公司产品的对外销售价格。公司 2017 年度上半年纸产品市场向好、产品销售量及销售价格齐涨, 净利润较上年同期大幅增加。公司 2017 年半年度业绩预增公告显示, 相比增长 450%-523%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 7,500 万元-8,500 万元, 考虑到公司 2017 年 5 月收购浙江凯胜园林市政建设有限公司公司, 扣除新增园林业务净利润 2,100 万元-2,500 万元, 单就公司造纸主业净利润较上年同期增加 4,036.45 万元-4,636.45 万元。
- 双胶纸市场乐观, 公司造纸主营景气度有望继续上行:** 公司具有 100 万吨造纸产能, 其中 75 万吨多功能纸机主要生产双胶纸, 为公司主要产品。双胶纸作为细分纸种中产能利用率最高产能过剩程度最低的优质纸品。从需求端看, 国内双胶纸 90% 用于印刷图书, 尽管近年来移动终端对纸质书籍有所冲击, 但冲击力度逐渐减弱, 加上我国人均阅读量远低于世界平均水平, 图书印刷每年以一定增速稳定上升, 未来双胶纸需求增量可观。从供给端看, 受环保严政及需求结构的变化, 小厂不堪环保趋严及造纸低利润率压力, 未来至少两年双胶纸几乎没有新增产能投放, 双胶纸竞争格局改变, 集中度提升的步伐或将继续。

#### 4.2 甩开历史包袱, 调整产业结构

- 置换剥离不良资产, 甩开泰格浆纸亏损包袱:** 为推进“林浆纸”一体化战略, 2011 年控股股东泰格林纸将骏泰浆纸注入岳阳林纸, 受商品浆市场持续低迷、国外浆粕的倾销影响, 商品浆板近年来价格一直低迷且较长时间内没有恢复, 商品产品销路不畅, 外加高昂的财务费用, 骏泰浆纸自 2012 年来连年亏损, 严重拖累公司整体业绩。2015 年公司剥离骏泰浆纸资产, 置换具有盈利能力的安泰实业、恒泰房产及宏泰建筑等较优质资产, 公司业绩同比扭亏为盈, 实现 2016 年净利润 2822.86 万元。

图表 25：纸浆价格走低泰格浆纸连年亏损



来源：wind、国金证券研究所

- **停产关闭搬迁湘江纸业，技术优化升级改造：**湘江纸业面临国内造纸产能过快释放，需求端疲惫，供过于求，营收不理想，加上湘江纸业对当地湘江环境污染遭受政府劝迁，2015年起湘江纸业已逐步进行减产、设备停机清洗并停产，湘江纸业在公司本部基地（岳阳）投资建设湘江纸业环保搬迁与优化升级技术改造项目，大部分资金源于湘江纸业土地处理收益。湘江纸业异地搬迁有利于公司的转型升级、产业结构调整、发挥规模效益和长远发展。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。
- **环保严政去产能明显，产业结构调整进军大生态：**1) 2010年起，国家大力着手环保去产能动作，2010年到2015年6年间，我国登记在册的造纸落后产能淘汰累计达到3883万吨，中国纸业目前进行战略调整，造纸行业集中经营，行业集中度进一步提升，许多造纸公司积极转型；2) 公司收购凯盛即是转型大生态的开端，考虑到造纸行业较低净利润现状，外加造纸业周期性特征，我们预计未来公司在造纸不景气阶段有望做精而非做大造纸业务。

## 五. 园林业绩将爆发，造纸将贡献业绩

### 5.1 合并凯胜报表预计今年园林贡献13.8/2.1亿营收/净利

- **凯胜园林承接订单19.3亿元，预计2017年将产生10.6亿营收：**1) 目前公司有未完工订单7个，金额共计18.3亿元；2) 凯胜园林项目落地快：考虑到凯胜园林在2016年有两个项目要求在中标后3个月内完工，并且公司中标到签约时间较短，估计凯胜园林的中标项目可以在1-2个月落地；3) 参考园林龙头东方园林和铁汉生态的2016年年报，四个季度的营收占比分别为8.8%/24.5%/23.4%/43.3%，赋予凯胜园林各季度同样比重；4) 由于施工量即营收，根据各订单中标时间推测落地时间、根据季度的施工量比例推断今年施工量；4) 公司在5月完成并购，报表从6月起合并，预计2017年这些项目将带来10.6亿元营收。

图表 26：凯胜园林有在手订单18.3亿元

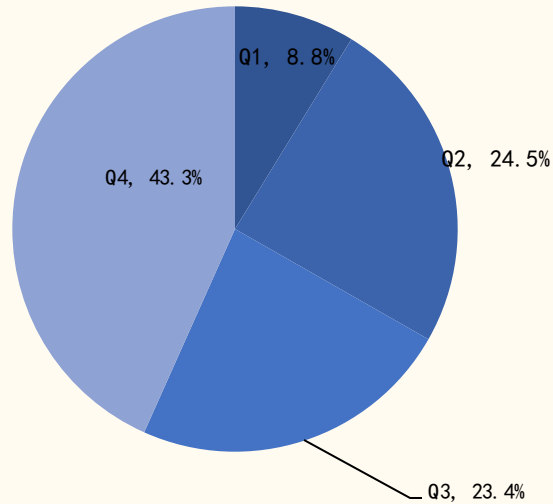
中标日期	项目名称	工期	承接金额
2017/8/9	北海市市花公园及体育休闲公园工程总承包施工	140天	1.1
2017/8/7	谢家及天水片区海绵化改造二期工程（总承包）三标段	200天	1
2017/6/20	宁波滨海万人沙滩绿化、景观及附属配套设施工程施工	365天	1.4
2017/6/22	保方寺公园EPC（设计、采购、施工）总承包项目EPC工程	1.5年	1.5



中标日期	项目名称	工期	承接金额
2017/6/14	东湖绿道工程一标段	70 天	0.49
2017/4/17	泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目	2 年	12.5
2017/3/10	春晓大桥绿化工程及春晓大桥南接线至港城路两侧绿化工程施工	180 天	0.37
2016/12/16	中山路综合整治工程	210 天	0.98

来源：凯胜园林官网，国金证券研究所

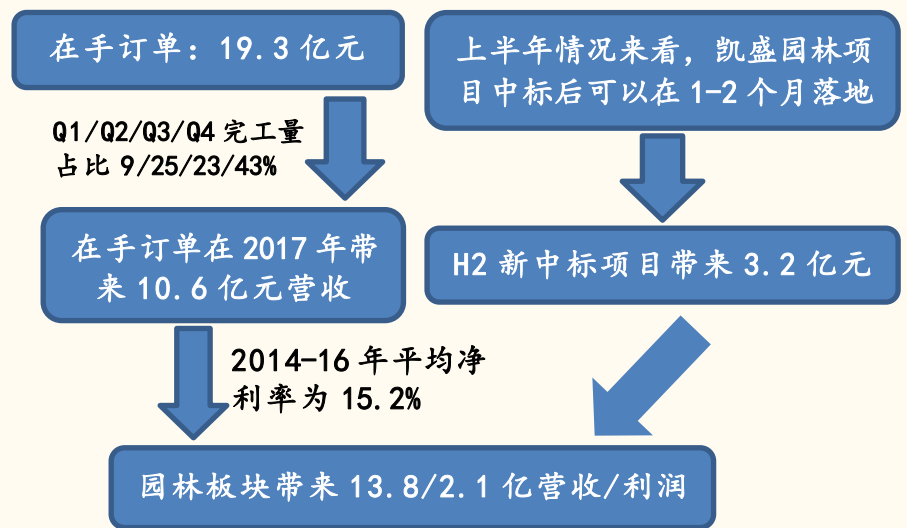
图表 27：园林行业季节性明显，参考行业其他公司假设各季度施工量占比分别为 8.8%/24.5%/23.4%/43.3%



来源：wind、国金证券研究所

- **下半年中标项目落地带来 2.5 亿元营收：**1) 凯胜中标项目落地快：公司在 6 月 26 日中标了宁波滨海万人沙滩景观工程、7 月 12 日签约并在 7 月开工，公司的中标项目落地速度较快，保守估计项目中标后一个季度内可以开工；2) 由于园林行业季度符合增速达到 20%，预计 H2 中标金额相较 H1 提升 44%、1.5 个月后可以开工，则按照 Q4 施工量占全年 43% 计算，Q3 新中标项目预计可以带来 3.15 亿元营收；3) 宁波生态城和广西七坡林场预计 2017 年不会落地。
- **2017 年园林板块净利率达 15%、净利为 2.1 亿：**1) 参考历史情况，2015 年凯胜园林毛利率达到 23.5%、略低于 2015 年行业中位值的 27.8%；2) 考虑到凯胜园林可以节省苗木成本，假设凯胜园林的毛利率将略高于市场平均水平，净利率取 2015-2017 年均值 15.2%；3) 2017 年园林板块营收将达到 13.8 亿元，净利润达到 2.1 亿元。

图表 28：园林板块业绩测算逻辑

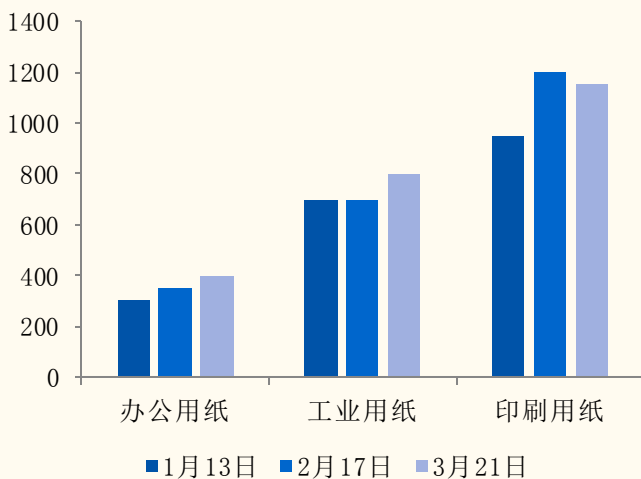


来源：国金证券研究所

### 5.2 纸价走高推动造纸业回暖，公司传统业务发力

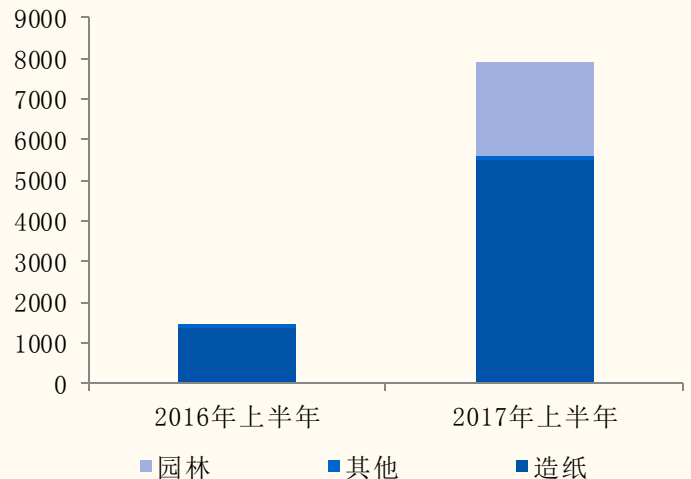
- 公司产品价格上调基本与市场相符约为 20%：1) 2017 年 Q1 公司对产品售价进行了三次上调，办公用纸/工业用纸/印刷用纸共计上调了 850-1250 元/1000-1200 元/ 800-1400 元，可见公司纸制品价格与中部地区双胶纸价格涨幅近似，约为 20%；2) 相比 2016 年平均销售价格，办公用纸/工业用纸/印刷截止 2 月末财务结算实现提价 270/134/ 161 元/吨 (含税)，可见 Q1 纸制品平均销售价格偏低，营收与净利润有进一步上升空间；3) 产品销量不降反增：Q1 销售费用同比上涨 32%，主要系报告期销售量增加、相关物流费用较上年同期增长所致。

图表 29：公司 Q1 进行三次提价 (元，累计值)



来源：wind、国金证券研究所

图表 30：2017 年上半年利润增加主要依赖造纸回暖 (万)

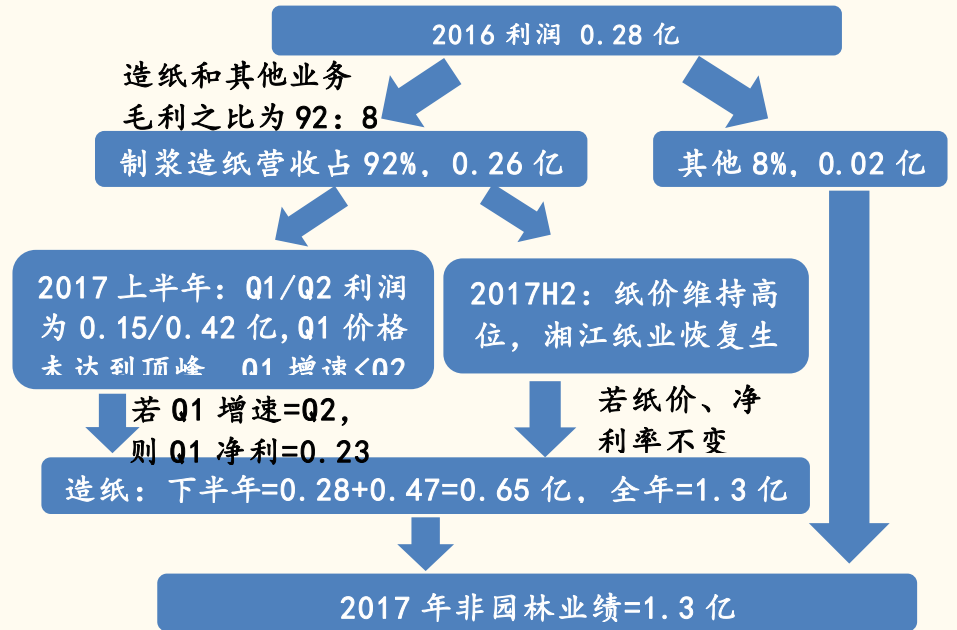


来源：wind、国金证券研究所

- 2017 年传统造纸板块营收将达到 55.5 亿元、同比上涨 19.1%：1) 公司 Q1 营收为 11.9 亿元、同比增长 19.5%，归母净利润为 0.15 亿元、同比增长 209%，考虑到 2016 年造纸行业低迷基数不高，估计公司造纸板块可以全年保持这一增速，2017 年公司非园林板块营收为 55.5 亿元；2) 2016 年制浆造纸业务毛利占比 92%，其他业务占比 8%，假设比例保持不变；3) 上半年业绩预计为 7500-8500 万元，其中造纸业预计为 5200-5800 万元，

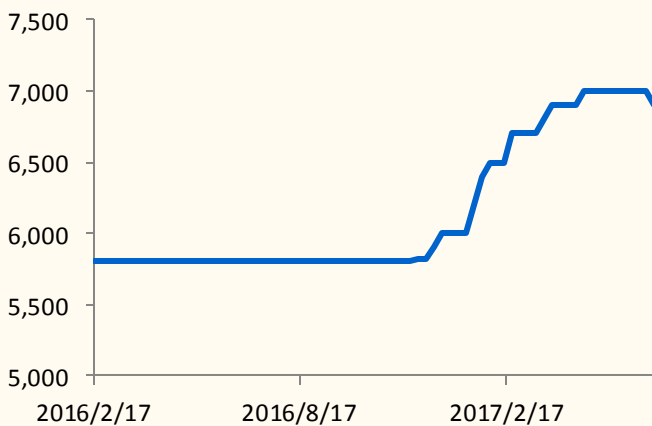
同比 2016 年上半年造纸的 1255 万元利润同比增长 338%；3) 2017Q1 净利润 1477 万元、同比上涨 209%，Q2 净利润预计约为 4200 万元、同比上涨 374%，考虑到 Q1 产品销售价格未达到顶峰，若按照 Q2 增速 Q1 利润将达到 2261 万元、上半年利润达到 6460 万元；4) 2017 年全年价格维持高位造纸维持高利润：由于 2017 年进入造纸行业上涨周期，考虑到 18-24 个月的产能投放周期高纸价将维持到 2018 年，预计造纸板块全年可以维持较高净利率，同时下半年湘江纸业恢复生产；5) 从 2015/16 年年报来看上半年与下半年营收相近，假设净利率维持高位，预计下半年净利润等于 6460 万元；6) 预计 2017 年制浆造纸板块营收/净利为 55.5/1.3 亿元，2017 年公司总营收/利润预计达 69.3/3.6 亿元。

图表 31：非园林板块业绩测算逻辑



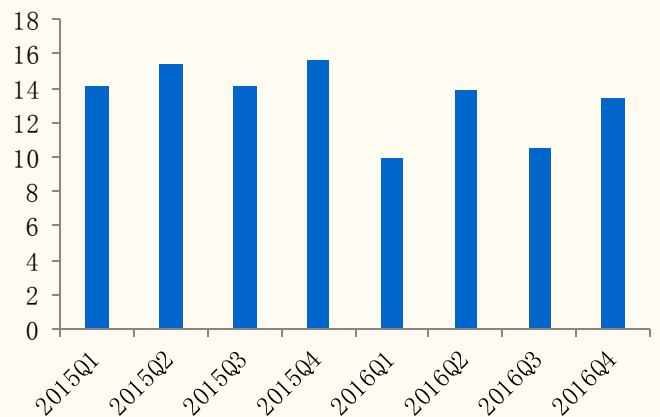
来源：国金证券研究所

图表 32：Q1 纸价处于上涨阶段，净利率未达到顶峰



来源：wind、国金证券研究所

图表 33：从历史情况来看上下半年营收状况相近



来源：wind、国金证券研究所

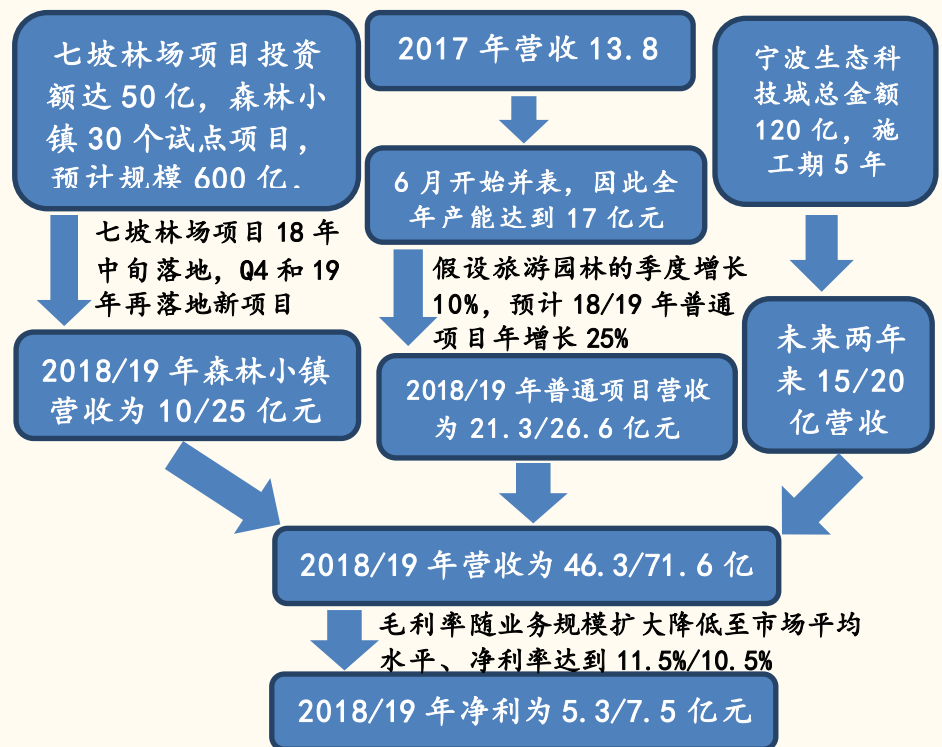
### 5.3 预计 2018/2019 年营收为 90.3/106.6 亿

- 园林板块普通项目与大单进行测算：1) 对今年 1-3 月和 4-7 月中标情况对比，可以看出岳阳林纸招揽新项目的雄厚实力，但未来凯胜的业务将由宁波生态科技城、林业局森林小镇等大单主导，因此预测时将项目分为普通项目和大单分别测算；2) 2017 年凯盛年产能达 17 亿：凯盛园林 5 月正式

并入、6月开始并表，因此全年产能高达17亿，有能力支撑未来的业务高速增长；3)从凯胜园林新签约情况可以看出公司的园林业务将偏向生态旅游，假设2018/2019年生态旅游园林的季度复合增长率为10%，保守估计2018/2019年普通项目营收将每年增长25%，分别为21.3亿/26.6亿元。

- **宁波生态城和森林小镇将成为营收主要来源：**1)假设2018年中期120亿元宁波生态科技城项目落地，保守估计2018/19年每年将带来15/20亿元营收；2)森林小镇前景广阔，将占据园林营收半壁江山：①目前林业局第一个试点项目广西七坡林场项目投资额达到50亿元，假设30个小镇建设平均耗资20亿元、中国纸业占据50%市场，公司将获得300亿订单；②假设七坡林场项目在明年落地，考虑到项目施工期5年工程在2018/19年将带来6/10亿元营收；③假设林业局森林小镇新项目在2018年Q4和2019年再有100亿项目落地，预计2018/19年森林小镇总计将带来10/25亿元营收；6)未来两年园林板块将带来46.3/71.6亿元营收，假设毛利率随业务规模扩大降低至市场平均水平、净利率达到11.5%/10.5%，预计净利润将达到5.3/7.5亿元。

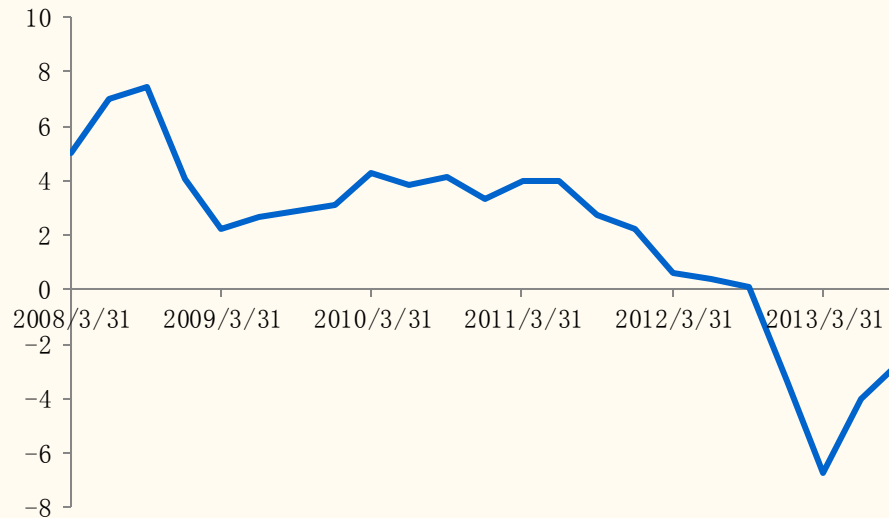
图表 34：园林板块业绩2018/19年测算逻辑



来源：国金证券研究所

- **造纸业规模缩小：**1)造纸业的产能投放周期一般为18-24个月，故预计2018年下半年纸价开始下降；2)目前未见中国纸业有进一步重组旗下造纸企业业务的计划，但考虑到中国纸业战略上会将产业集中，预计公司会更加偏向园林业、造纸业务假设每年缩小20%；3)参考2010-2011年造纸业顶峰之后的回落，同时考虑经历去产能之后纸价不会像2012-2013年大幅下滑，加之业务调整后毛利率下滑速度幅度不会太大；4)2018/2019年非园林板块，营收为44亿/35亿元。

图表 35: 参考历史数据, 纸价将维持 1.5-2 年高价位, 考虑到去库存和环保政策实施后市场集中度变高带来的缓冲, 2019 假设毛利率下降至 2017 年一般



来源: wind, 国金证券研究所

## 六. 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测: 公司 2017/18E 净利润为 3.6/6 亿

- 公司 2017 年开始正式进军园林行业, 根据凯胜园林在手订单以及园林和造纸业的行业趋势, 我们在第四章做了详细的业绩拆分, 我们估计 2017 年营收为 69 亿元、18 年为 90 亿元 (具体估算参考第四部分)。园林业务占比愈高公司整体毛利率逐渐提高, 造纸业在 2018 年底将出现产能释放、纸价在 2019 年回落使得毛利率有所下降。

图表 36: 公司 2017/18 年 EPS 将达到 0.26/0.44 元/股

	2014	2015	2016A	2017E	2018E	
营业收入 (亿)	65.6	59.3	48	69.3	90.3	主要根据当前在手订单、行业趋势估算, 具体参考报告第四部分
同比	-0.76%	-9.60%	-19.06%	44.4%	30.3%	
毛利率	13.59%	16.79%	16.79%	23.60%	25.60%	园林业务占比提升, 毛利率随之提升
营业税金占比	0.57%	0.48%	0.79%	0.80%	0.80%	参考历史数据
销售费用占比	4.22%	4.38%	4.21%	4.21%	4.21%	参考历史数据
管理费用占比	5.91%	10.46%	7.81%	7.81%	7.81%	根据历史数据
归母净利润 (亿)	0.13	-0.39	0.28	3.57	6.16	
同比	-31.4%	-719.62%	107.24%	1264.43%	72.61%	
EPS (元/股)	0.01	-0.37	0.03	0.26	0.44	

来源: wind、国金证券研究所

### 6.2 采用分部 PE 估值法/PB 估值法, 给予目标价 9.8 元

- 公司业务主要涵盖园林工程/制浆造纸两个领域, 在园林方面我们选取铁汉生态、美尚生态、岭南园林、棕榈股份作为业务可比公司。园林行业 2018 年平均 PE 估值为 16 倍, 但是我们考虑公司刚刚进入园林行业处于发展初期、订单将出现高速增长, 公司在 2018 年的发展阶段与其他园林公司 2017 年相似, 因此参考园林公司 2017 年的平均估值给予公司园林业务 2018 年 24 倍 PE 估值, 根据可比公司的估值情况给予造纸业务 2018 年 10 倍的 PE 估值。
- 以 2018 园林/造纸分别贡献 5.3 亿/0.8 亿净利润为权重, 园林和造纸业务分别给予 24/10 倍估值, 则公司目标市值可达 135 亿, 目标价格为 9.8 元, 对应 2017 年/2018 年 PE 估值为 38/22 倍。

图表 37：与各板块业务可比公司比较

各业务可比公司	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE	
			2017E	2018E	2017E	2018E
园林工程	铁汉生态	187	8.7	12.4	22	15
	美尚生态	81	3.9	5.3	21	15
	岭南园林	105	4.9	7.0	22	15
	棕榈股份	146	5.1	7.4	29	20
	均值	130	5.7	8.0	24	16
制浆造纸	晨鸣纸业	312	29.0	34.0	11	9
	太阳纸业	209	15.8	19.7	13	11
	山鹰纸业	205	14.1	17.1	15	12
	博汇纸业	82	7.1	8.9	12	9
	均值	202.1	16.5	19.9	13	10
	岳阳林纸	107	3.57	6.16	38	22

来源：wind、国金证券研究所

- 可比园林和造纸企业的平均 PB 分别为 4.43/2.13，总平均 PB 为 3.28，而公司 PB 仅有 1.42 倍明显被低估。公司通过战略转型，以及利用现有林业资产发挥产业协同盈利能力将大大提升，我们认为公司的 PB 估值不应当再对标造纸企业，保守估计我们取公司 PB 为 2.5 倍，对应市值 188 亿，对应股价 13.5 元。

图表 38：和园林/造纸企业比较取 PB 为 2.5

行业	证券简称	PB(MRQ)
园林企业	棕榈股份	2.82
	蒙草生态	5.98
	铁汉生态	3.72
	东方园林	5.18
	<b>园林平均</b>	<b>4.43</b>
造纸企业	山鹰纸业	2.25
	博汇纸业	1.92
	太阳纸业	2.52
	晨鸣纸业	1.81
	<b>纸业平均</b>	<b>2.13</b>
	<b>总平均</b>	<b>3.28</b>
	岳阳林纸	1.42

来源：wind、国金证券研究所

- 综合 PE 和 PB 估值法，我们给予目标市值 135 亿，目标价 9.8 元，对应 PB 为 1.79 倍，对应 2017/2018 年 PE 估值为 38/22 倍。

## 七. 风险提示

- **造纸行业毛利率下降的风险：**公司 2017/18 年营收以制浆造纸业为主，如果行业提前度过产能投放周期、出现纸制品价格下滑，对公司的毛利率及净利率将出现负面影响。
- **林地存货贬值的风险：**公司资产中包含大量存货，其中主要包括价值 35 亿元的林地资产，公司的林地计算方式是参考历史累计价值而非市场公允价值，如果林地实际价值下降将大幅减少公司的资产。
- **凯胜园林毛利率下降的风险：**在岳阳林纸完成并购之后凯胜园林业务规模急剧扩大，由此可能产生边际效应递减、毛利率下降。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,583</b>	<b>5,929</b>	<b>4,799</b>	<b>6,930</b>	<b>9,029</b>	<b>10,660</b>	货币资金	766	793	392	300	300	300
增长率		-9.9%	-19.1%	44.4%	30.3%	18.1%	应收款项	1,278	1,563	1,598	2,472	2,970	3,500
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,691</b>	<b>-5,123</b>	<b>-3,993</b>	<b>-5,295</b>	<b>-6,718</b>	<b>-7,888</b>	存货	5,067	4,834	4,713	6,495	7,304	8,541
%销售收入	86.5%	86.4%	83.2%	76.4%	74.4%	74.0%	其他流动资产	302	245	749	225	223	258
<b>毛利</b>	<b>892</b>	<b>806</b>	<b>805</b>	<b>1,635</b>	<b>2,311</b>	<b>2,772</b>	流动资产	7,413	7,434	7,451	9,492	10,796	12,598
%销售收入	13.5%	13.6%	16.8%	23.6%	25.6%	26.0%	%总资产	44.6%	47.8%	52.4%	57.8%	60.6%	63.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-29</b>	<b>-38</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>	<b>-85</b>	长期投资	287	2,339	1,079	1,091	1,090	1,090
%销售收入	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	8,498	4,989	4,886	4,988	5,090	5,227
<b>营业费用</b>	<b>-276</b>	<b>-259</b>	<b>-202</b>	<b>-291</b>	<b>-379</b>	<b>-448</b>	%总资产	51.2%	32.1%	34.3%	30.4%	28.6%	26.4%
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	351	739	718	721	723	725
<b>管理费用</b>	<b>-375</b>	<b>-620</b>	<b>-375</b>	<b>-541</b>	<b>-704</b>	<b>-831</b>	非流动资产	9,195	8,115	6,777	6,920	7,033	7,181
%销售收入	5.7%	10.5%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	%总资产	55.4%	52.2%	47.6%	42.2%	39.4%	36.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>214</b>	<b>-103</b>	<b>191</b>	<b>748</b>	<b>1,155</b>	<b>1,407</b>	<b>资产总计</b>	<b>16,608</b>	<b>15,550</b>	<b>14,228</b>	<b>16,412</b>	<b>17,830</b>	<b>19,779</b>
%销售收入	3.2%	n.a	4.0%	10.8%	12.8%	13.2%	短期借款	3,926	3,245	4,304	5,469	5,424	5,864
<b>财务费用</b>	<b>-521</b>	<b>-444</b>	<b>-203</b>	<b>-351</b>	<b>-394</b>	<b>-403</b>	应付款项	3,647	2,640	2,558	3,483	4,431	5,205
%销售收入	7.9%	7.5%	4.2%	5.1%	4.4%	3.8%	其他流动负债	772	1,648	251	361	363	429
<b>资产减值损失</b>	<b>-9</b>	<b>-48</b>	<b>-76</b>	<b>-39</b>	<b>-31</b>	<b>-54</b>	流动负债	8,344	7,532	7,114	9,314	10,218	11,498
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	1,672	1,363	952	952	952	953
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	其他长期负债	1,213	1,430	910	419	419	419
%税前利润	0.0%	-1.4%	15.3%	5.9%	3.4%	2.7%	<b>负债</b>	<b>11,229</b>	<b>10,325</b>	<b>8,975</b>	<b>10,684</b>	<b>11,589</b>	<b>12,870</b>
<b>营业利润</b>	<b>-316</b>	<b>-589</b>	<b>-81</b>	<b>388</b>	<b>760</b>	<b>980</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,379</b>	<b>5,225</b>	<b>5,253</b>	<b>5,725</b>	<b>6,237</b>	<b>6,903</b>
营业利润率	n.a	n.a	n.a	5.6%	8.4%	9.2%	少数股东权益	0	0	0	2	4	6
<b>营业外收支</b>	<b>365</b>	<b>209</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,608</b>	<b>15,550</b>	<b>14,228</b>	<b>16,412</b>	<b>17,830</b>	<b>19,779</b>
<b>税前利润</b>	<b>49</b>	<b>-379</b>	<b>42</b>	<b>513</b>	<b>883</b>	<b>1,103</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	0.8%	n.a	0.9%	7.4%	9.8%	10.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-36</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-154</b>	<b>-265</b>	<b>-331</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	73.1%	n.a	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.013	-0.374	0.027	0.255	0.441	0.551
<b>净利润</b>	<b>13</b>	<b>-390</b>	<b>28</b>	<b>359</b>	<b>618</b>	<b>772</b>	每股净资产	5.156	5.008	5.036	5.489	5.979	6.618
少数股东损益	0	0	0	2	2	2	每股经营现金净流	1.550	0.008	0.897	-0.235	0.834	0.442
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13</b>	<b>-390</b>	<b>28</b>	<b>357</b>	<b>616</b>	<b>770</b>	每股股利	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	0.2%	n.a	0.6%	5.2%	6.8%	7.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	0.25%	-7.46%	0.54%	6.23%	9.88%	11.16%
							总资产收益率	0.08%	-2.51%	0.20%	2.17%	3.46%	3.90%
							投入资本收益率	0.49%	-0.99%	1.17%	4.17%	6.20%	6.96%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-0.41%	-9.93%	-19.07%	44.42%	30.29%	18.06%
							EBIT增长率	-33.43%	-147.96%	-285.9%	292.40%	54.33%	21.82%
							净利润增长率	-31.41%	-3035%	-107.2%	1164.4%	72.61%	25.05%
							总资产增长率	-4.15%	-6.37%	-8.50%	15.35%	8.64%	10.93%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	43.8	55.9	68.3	70.0	60.0	60.0
							存货周转天数	312.8	352.7	436.3	450.0	400.0	400.0
							应付账款周转天数	71.7	76.2	75.8	76.0	76.0	76.0
							固定资产周转天数	467.8	302.6	339.6	239.0	189.2	163.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	105.53%	89.22%	100.50%	114.12%	104.00%	100.33%
							EBIT利息保障倍数	0.4	-0.2	0.9	2.1	2.9	3.5
							资产负债率	67.61%	66.40%	63.08%	65.10%	65.00%	65.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	3	3	3	3	3
增持	4	4	4	4	4
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75

来源：朝阳永续

**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

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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 7BD