困境反转泉阳泉，天然又甘甜

吉林森工(600189)

投资评级：买入（首次评级）

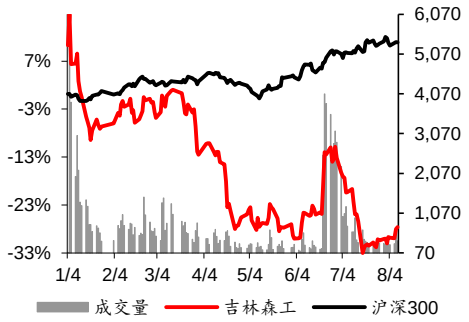
当前价格(元):	8.69
合理价格区间(元):	11.02~11.78

贺琪 研究员 执业证书编号：S0570515050002
0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 研究员 执业证书编号：S0570516040004
010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 联系人 021-28972093
liqing3@htsc.com

股价走势图



资料来源：Wind

华丽转身：剥离人造板业务，转型包装水及园林

吉林森工的原主营业务人造板面临行业景气度下滑和竞争激烈等情况，企业经营困难，2016年公司将下属人造板业务剥离至其与大股东森工集团的合营公司（上市公司目前持股40.22%）。2017年公司计划通过收购新泉阳泉公司和园区园林公司的方式转型包装水和园林行业，我们认为吉林森工的困境反转趋势已经确立，看好以泉阳泉为品牌的包装水业务未来给公司带来的收入和利润弹性。

以9.43元价格发行股份收购新泉阳泉和园区园林，交易对价16.86亿元

吉林森工拟以发行股份的方式购买森工集团、睿德嘉信和泉阳林业局合计持有的新泉阳泉75.45%股权，交易对价为8.84亿元；同时拟以发行股份的方式购买赵志华、上海集虹、陈爱莉、赵永春合计持有的园区园林100%股权，交易对价为8.02亿元。本次购买资产的股票发行价格为9.43元，同时附带发行价格调整机制。新泉阳泉2017-2019年业绩承诺为0.84亿元，0.98亿元和1.11亿元；园区园林2017-2019年业绩承诺为0.75亿元，1.05亿元和1.50亿元。

包装水市场增长快，泉阳泉品牌区域竞争优势明显

包装水市场容量增速较快，根据Euromonitor的统计，2016年中国包装水的销售额达到1378.55亿元，2011-2016年的销售额复合增速为15.43%；预计到2021年中国包装水市场的销售额将上升至1915.24亿元，2016-2021年的销售额复合增速为8.57%。泉阳泉品牌在东北区域的竞争优势明显，首先泉阳泉在长白山核心区拥有的优质矿泉水源，其次品牌在东北区域市场的知名度高，同时公司还在长白山地区拥有丰富的运营经验。

配套募集资金5.64亿元，进一步完善包装水业务线

吉林森工拟向包括森工集团在内的不超过10名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过5.64亿元。配套募集资金主要用于完善包装水业务线，募投项目包括长白山天泉20万吨含气矿泉水生产项目、靖宇海源40万吨矿泉水建设项目以及销售渠道建设。我们认为配套资金的募投项目一方面扩大了包装水产品种类，另一方面有助于解决过往限制泉阳泉发展的产能瓶颈问题。

看好包装水业务的弹性，首次覆盖给予“买入”评级

由于包装水市场的成长性和泉阳泉品牌的竞争力，我们看好包装水业务给上市公司带来的业绩弹性。根据盈利预测，我们预计吉林森工2017-2019年收入规模将达到2.00亿元，14.11亿元和18.35亿元，分别同比增长-47.92%，605.75%和30.03%；在配套募集资金股票发行价格与购买资产发行股票价格一致、考虑增发摊薄的假设下，2017-2019年EPS分别-0.13元，0.38元和0.51元。考虑标的稀缺性和成长能力，给予2018年29-31倍PE估值，目标价范围11.02元~11.78元，首次覆盖“买入”评级。

风险提示：增发价格调整和推进低于预期；包装水发展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	310.50
流通A股(百万股)	310.50
52周内股价区间(元)	8.04-14.04
总市值(百万元)	2,698
总资产(百万元)	3,833
每股净资产(元)	4.42

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,375	384.03	200.00	1,411	1,835
+/-%	(8.20)	(72.06)	(47.92)	605.75	30.03
净利润(百万元)	44.71	11.72	(73.48)	210.22	279.80
+/-%	321.49	(73.80)	(727.24)	386.08	33.10
EPS (元)	0.08	0.02	(0.13)	0.38	0.51
PE (倍)	106.74	407.34	(64.94)	22.70	17.06

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

吉林森工：由人造板转型矿泉水和园林业务 4
公司概况：转型矿泉水和园林业务 4
转型步骤 1：向大股东出售资产换股，剥离传统人造板业务 4
转型步骤 2：购买资产实现业务转型，进军矿泉水和园林绿化行业 4
股东结构：由吉林森林工业集团控股 5
包装水：行业增长快，泉阳泉具有区域性优势 6
公司矿泉水品牌：泉阳泉 6
包装水行业：增速快，市场集中度低 7
公司的竞争优势：水源+品牌+经验 9
园林业务：专注市政园林和地产园林 10
园林业务主体：园区园林公司 10
公司的竞争优势：技术+跨区域能力+全价值链+专业团队 11
盈利预测与评级 12
收购资产的承诺：17~19 年归母净利分别为 1.38 亿，1.79 亿和 2.34 亿 12
盈利预测 12
估值与评级 13
PE/PB - Bands 13
风险提示 14

图表目录

图表 1：重组前后吉林森工、森工集团与人造板集团之间控股关系图 4
图表 2：新泉阳泉交易结构 5
图表 3：园区园林交易结构 5
图表 4：募集配套资金将投资项目 5
图表 5：预计本次交易前后吉林森工股东结构情况 5
图表 6：泉阳泉矿泉水产品（430ml） 6
图表 7：泉阳泉矿泉水产品（5L） 6
图表 8：泉阳泉瓶装水产销量情况 6
图表 9：泉阳泉桶装水产销量情况 6
图表 10：泉阳泉收入情况 7
图表 11：泉阳泉 2016 年收入结构 7
图表 12：经销渠道贡献 98.28%的收入（2016 年） 7
图表 13：吉林省市场贡献 84.42%的收入（2016 年） 7
图表 14：2016 年包装水销售量达到 420.60 亿升 8
图表 15：2016 年包装水销售额达到 1378.55 亿元 8
图表 16：预计 2021 年包装水销量达到 577.60 亿升 8
图表 17：预计 2021 年包装水销售额达到 1915.24 亿元 8

图表 18：包装水行业市场竞争格局（2016 年）.....8
图表 19：泉阳泉水源地之一.....9
图表 20：泉阳泉水源地之二.....9
图表 21：新泉阳泉采矿权明细.....9
图表 22：新泉阳泉取水许可证明细.....9
图表 23：上海世茂新体验爱丁堡小镇景观工程.....10
图表 24：武汉世茂龙湾项目.....10
图表 25：园区园林公司 2016 年收入 2.85 亿元.....10
图表 26：园林工程业务占据收入 97.92%（2016 年）.....10
图表 27：新泉阳泉和园区园林业绩承诺明细.....12
图表 28：吉林森工收入分产品预测.....13
图表 29：可比公司估值表（2017-08-16）.....13
图表 30：吉林森工历史 PE-Bands.....13
图表 31：吉林森工历史 PB-Bands.....13

吉林森工：由人造板转型矿泉水和园林业务

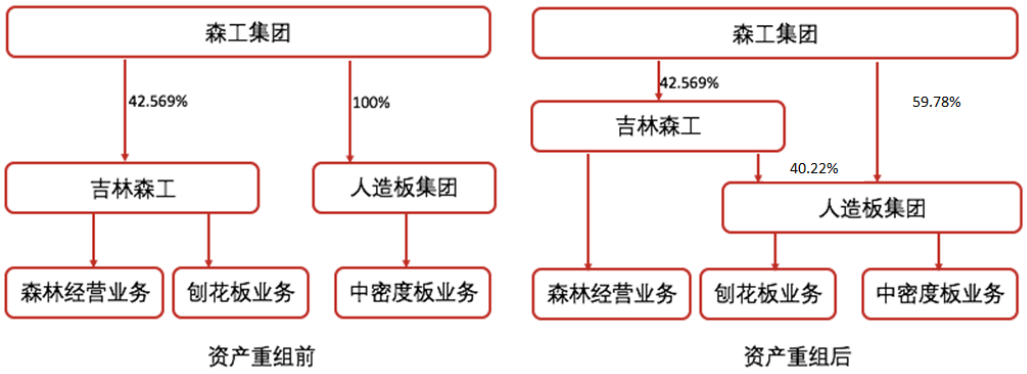
公司概况：转型矿泉水和园林业务

吉利森工是中国吉林森林工业集团旗下的上市公司，自 1998 年上市以来以人造板和木材的制造和销售为主营业务。2016 年经过重大资产重组，上市公司退出传统业务，转型进入矿泉水和园林绿化行业。

转型步骤 1：向大股东出售资产换股，剥离传统人造板业务

2016 年，公司以与人造板业务相关的资产和负债（包括 4 家子公司股权吉林化工 50.99%的股权、白山人造板公司 75%的股权、白河刨花板公司 50.99%的股权、露水河人造板公司 100%的股权、13 家分公司资产和负债以及其他与人造板业务相关的资产）作为出资资产对中国吉林森林工业集团有限责任公司（简称“森工集团”）全资子公司吉林森工人造板集团有限责任公司（简称“人造板集团”）进行增资，增资后公司将持有人造板集团 40.22%的股权，森工集团持有人造板集团 59.78%的股权。

图表1： 重组前后吉林森工、森工集团与人造板集团之间控股关系图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

将人造板资产置出后，公司主营业务转变为为林化产品（主要包括甲醛、甲缩醛等产品）业务、纸类产品（主要为刨花板配套的贴纸）业务、木材产品（从林区采伐原木并对外出售）业务、进口木材贸易（对外提供国外木材进口服务）及定制家居（生产和销售实木复合门等）业务。

转型步骤 2：购买资产实现业务转型，进军矿泉水和园林绿化行业

公司 2017 年 5 月发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），公司拟以发行股份的方式购买森工集团、睿德嘉信和泉阳林业局合计持有的新泉阳泉 75.45%股权，交易对价为 8.84 亿元；同时拟以发行股份的方式购买赵志华、上海集虹、陈爱莉、赵永春合计持有的园区园林 100%股权，交易对价为 8.02 亿元，根据定价基准，发行股票收购资产确定的价格为 9.43 元/股（价格确定）。

同时，吉林森工拟向包括森工集团在内的不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 5.64 亿元，且不超过本次拟购买资产交易价格的 100%；募集配套资金发行的股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 20%，即 6210 万股，本次募集资金定价基准日为本次非公开发行的发行期首日（价格待定）。

图表2：新泉阳泉交易结构

序号	交易对方情况 交易对方	比例	交易价格(万元)	发股数量（股）
1	森工集团	40.73%	47,745.00	50,630,965
2	睿德嘉信	31.68%	37,135.00	39,379,639
3	泉阳林业局	3.04%	3,568.21	3,783,891
合计		75.45%	88,448.21	93,794,495

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：园区园林交易结构

序号	交易对方情况 交易对方	持有园区园林股权比例	交易价格(万元)	发股数量（股）
1	赵志华	65.00%	55,024.75	58,350,742
2	上海集虹	32.67%	23,200.00	24,602,332
3	陈爱莉	2.17%	1,834.16	1,945,026
4	赵永春	0.16%	141.09	149,618
合计		100.00%	80,200.00	85,047,718

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：募集配套资金将投资项目

序号	项目名称	拟募集资金（万元）	实施主体
1	长白山天泉 20 万吨含气矿泉水生产项目	11,400	吉林长白山天泉有限公司
2	靖宇海原 40 万吨矿泉水建设项目	10,000	靖宇县海源矿泉饮品有限责任公司
3	销售渠道建设项目	34,000	吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司
4	支付部分中介机构费用	1,000	上市公司
合计		56,400	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股东结构：由吉林森林工业集团控股

在本次发行股份购买资产及募集配套资金前，大股东吉林森工集团持有上市公司 42.57%的股权，是上市公司的大股东。本次交易后，在不考虑配套资金的情况下，大股东的持股比例变化为 37.36%，在考虑配套资金（按照发行股份数量的上限计算，且大股东认购其中的 40%）后大股东的持股比例则变化为 37.66%。

图表5：预计本次交易前后吉林森工股东结构情况

	交易前 持股比例	交易后 不考虑配套资金	考虑配套资金
森工集团	42.57%	37.36%	37.66%
睿德嘉信		8.05%	7.14%
泉阳林业局		0.77%	0.69%
赵志华		11.92%	10.58%
上海集虹		5.03%	4.46%
陈爱莉		0.40%	0.35%
赵永春		0.03%	0.03%
其他股东	57.43%	36.44%	39.09%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

包装水：行业增长快，泉阳泉具有区域性优势

公司矿泉水品牌：泉阳泉

泉阳泉以长白山天然矿泉水的生产、销售作为自身主营业务，其最早在长白山腹地引入国际装备建成现代化矿泉水基地，是“中国饮料工业天然矿泉水十强企业”。泉阳泉是长白山优质水源储备最好的企业之一，在长白山核心区拥有 4 处优质矿泉水源。

- ✓ 优质偏硅酸型矿泉水 3 处，分别为泉阳泉和长白山天泉，这两处水源均为低钠、低矿化度、偏硅酸型纯天然矿泉水；
- ✓ 复合型天然矿泉水 2 处，分别为世稀泉和仙人泉，世稀泉 5 项界限指标达到天然矿泉水标准，仙人泉 3 界限指标达到天然矿泉水标准。

主要产品：泉阳泉主要产品为“泉阳泉”长白山天然矿泉水，其中可分为传统产品系列(350mL、600mL、2L、3L、5L、18.9L)、细分产品系列(2L 母婴用水、150mL 美容喷雾)、高端产品系列(330mL 含气水、3L 装泡茶专用水)等。

图表6： 泉阳泉矿泉水产品（430ml）

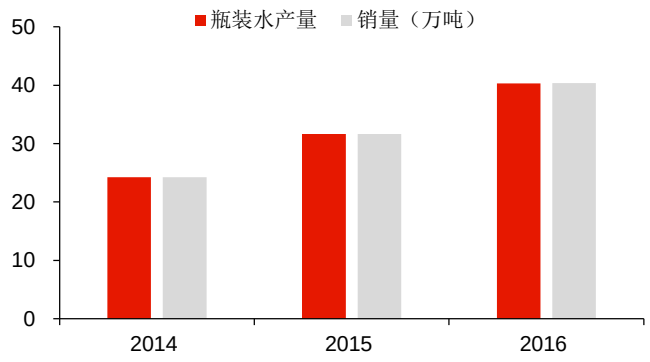
资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图表7： 泉阳泉矿泉水产品（5L）

资料来源：公司网站，华泰证券研究所

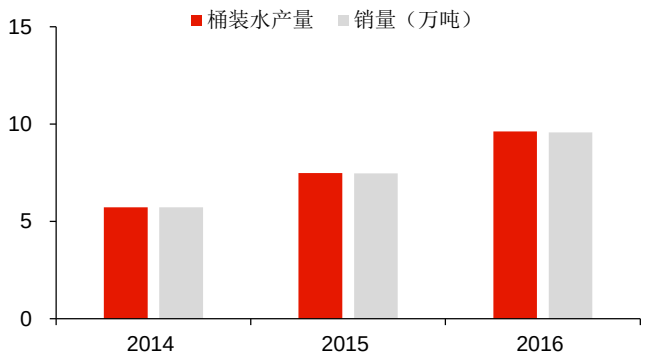
经营情况：泉阳泉 2016 年共销售矿泉水 49.93 万吨，同比增长 27.73%。其中瓶装矿泉水 40.35 万吨，同比增长 27.60%；桶装矿泉水 9.58 万吨，同比增长 28.26%。

图表8： 泉阳泉瓶装水产销量情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

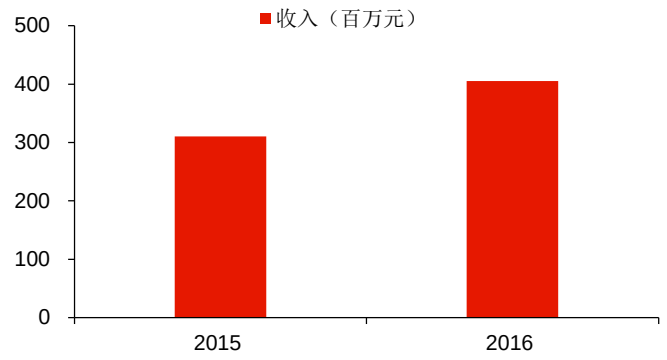
图表9： 泉阳泉桶装水产销量情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

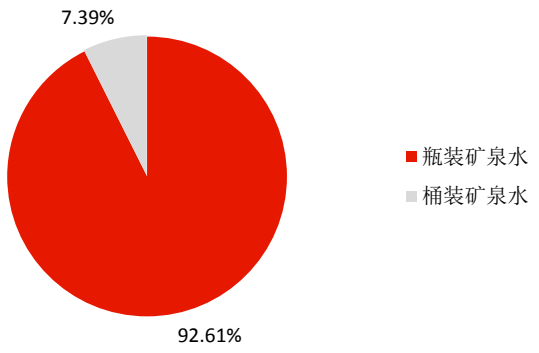
财务表现：泉阳泉 2016 年收入为 4.05 亿元，同比增长 30.64%；就收入结构而言，其中有 92.61%的收入来自瓶装矿泉水业务，另外 7.39%的收入来自于桶装矿泉水业务。

图表10： 泉阳泉收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

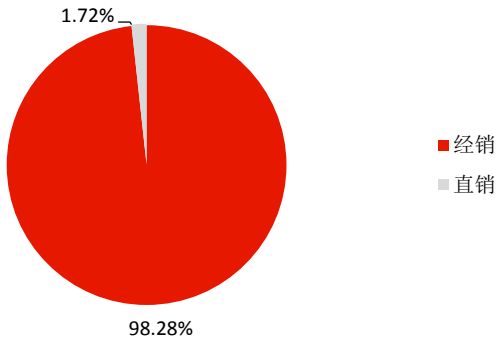
图表11： 泉阳泉 2016 年收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

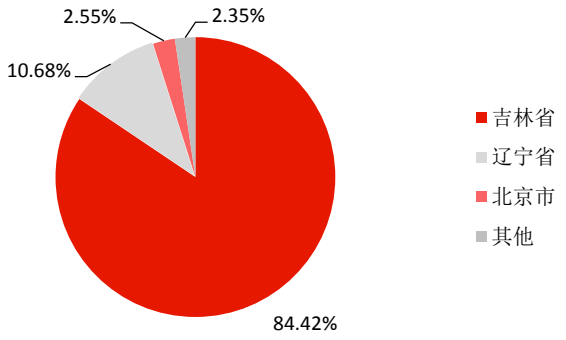
渠道和市场结构：就渠道而言，公司的产品销售主要经过经销商销售，泉阳泉 2016 年收入中 98.28%来自于经销渠道，剩余的 1.72%来自于直销渠道。就覆盖地域而言，吉林省是公司最主要的市场，贡献了公司 2016 年 84.42%的收入。

图表12： 经销渠道贡献 98.28%的收入（2016 年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13： 吉林省市场贡献 84.42%的收入（2016 年）



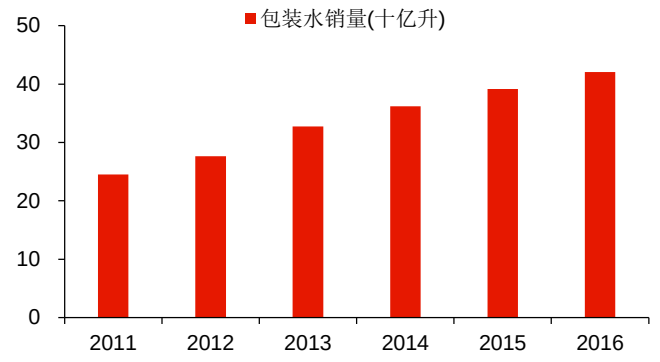
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

包装水行业：增速快，市场集中度低

在消费者对饮料健康化追求的背景下，中国包装水行业增长迅速。根据 Euromonitor 的统计，从量的角度看，2016 年中国包装水的销量达到 420.60 亿升，2011~2016 年的销量复合增速为 11.40%；从销售额的角度看，2016 年中国包装水的销售额达到 1378.55 亿元，2011-2016 年的销售额复合增速为 15.43%。

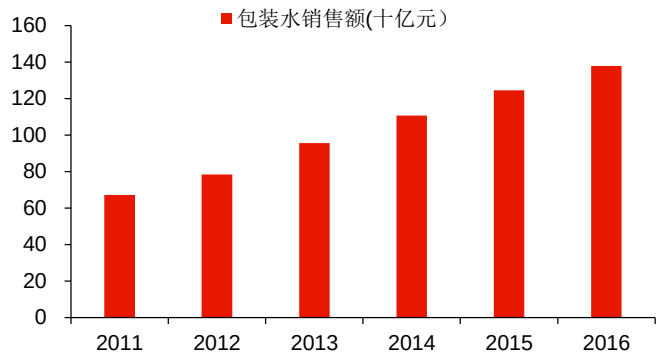
受消费理念的持续推动，我们认为未来 5 年相对其他饮料行业，包装水行业仍然将保持相对较高增速。根据 Euromonitor 的统计，从量的角度看，预计到 2021 年中国包装水市场的销量将上升至 577.60 亿升，2016-2021 年的复合增速为 8.25%；从销售额的角度看，预计到 2021 年中国包装水市场的销售额将上升至 1915.24 亿元，2016-2021 年的销售额复合增速为 8.57%。

图表14： 2016 年包装水销售量达到 420.60 亿升



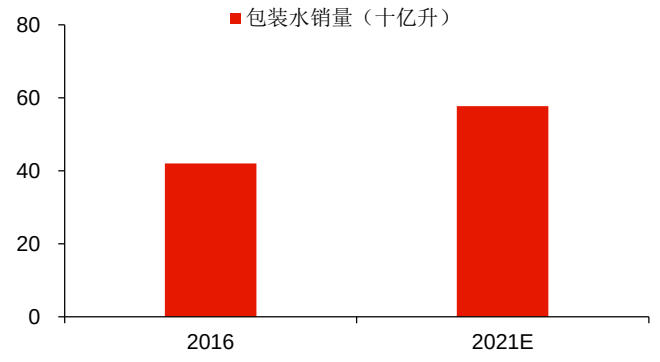
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表15： 2016 年包装水销售额达到 1378.55 亿元



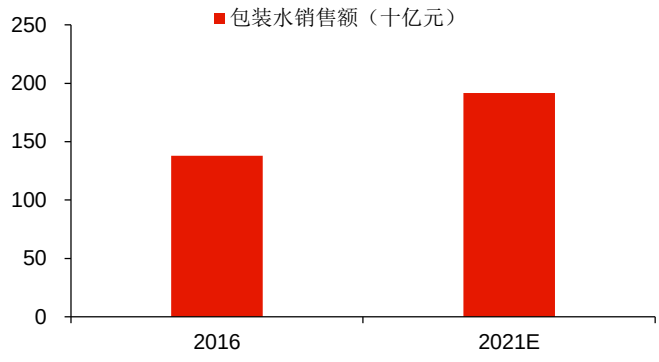
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表16： 预计 2021 年包装水销量达到 577.60 亿升



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

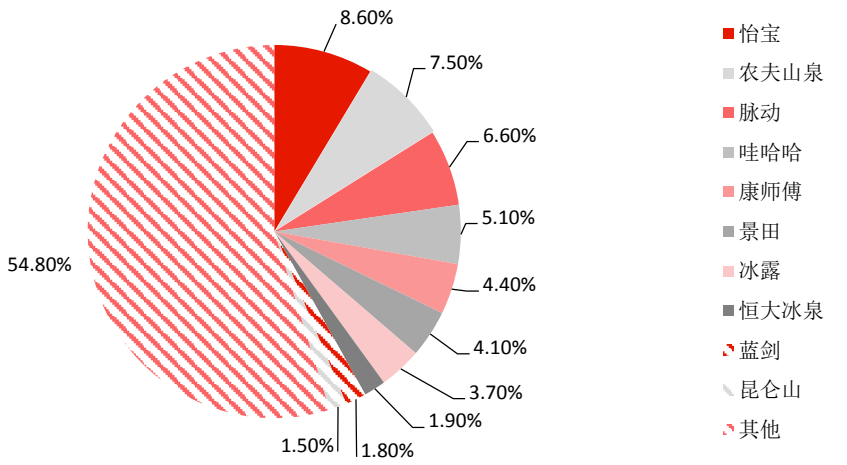
图表17： 预计 2021 年包装水销售额达到 1915.24 亿元



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

包装水市场参与者众多，区域性包装水品牌仍有较大发展空间。根据 Euromonitor 的统计，包装水行业前 10 名的市场占有率之和约为 45.20%，最大的品牌怡宝的市场占有率约为 8.6%。在整个市场集中度相对较低的情况下，我们认为地方性包装水品牌仍然有较大的发展空间，拥有优质水资源和地方分销渠道影响力的品牌仍然有望实现超越行业平均的收入增长。

图表18： 包装水行业市场竞争格局（2016 年）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

公司的竞争优势：水源+品牌+经验

矿泉水企业一般拥有自己的水源地，通过向政府有关部门申请办理采矿证和取水证以获取矿泉水采取资格，然后再办理矿泉水生产许可证。通常一个矿泉资源只能办理一个采矿证和取水证，在生产上具有排他性。由于矿泉水水源地具有不可移动性，而且运输成本较高，多数厂商选择靠近水源地进行生产并且在当地进行销售。因此，除了少数资金实力雄厚的矿泉水企业外，多数矿泉水品牌主要在水源地周边进行销售，具有一定的区域性。

泉阳泉在长白山核心区拥有的优质矿泉水源是其在水源上的最大竞争优势。泉阳泉是目前长白山优质水源储备最好的企业之一，正在投产利用的有泉阳泉和世稀泉，另外两处水源也已经开工建设，该四处水源地水质口感较好，含有多种天然矿物质和微量元素。

图表19：泉阳泉水源地之一

资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图表20：泉阳泉水源地之二

资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图表21：新泉阳泉采矿权明细

序号	采矿许可证号	采矿权人	矿山名称	矿区面积 (km2)	生产规模（万立方米/年）	有效期限	发证机关
1	C2200002010128120088339	泉阳泉	泉阳泉	0.25	80	20170527-20421227	吉林省国土资源厅
2	C2200002012038110123711	泉阳泉	世稀泉	0.01	3	201203-202203	吉林省国土资源厅
3	C220000201418110136408	长白山天泉	仙人泉	0.01	20	201411-202411	吉林省国土资源厅
4	C220000201468110134568	靖宇海源	长白山天泉	0.01	40	201406-202406	吉林省国土资源厅

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22：新泉阳泉取水许可证明细

序号	取水许可证	取水权人	取水地点	取水方式	取水量（万立方米）	取水用途	有效期限	发证机关
1	取水(吉)字(2016)3 号	第泉阳泉	抚松县泉阳镇泉阳泉	自流	96	工业、生活	20160301-20210228	吉林省水利厅
2	取水(吉)字(2017)6 号	第靖宇海源	靖宇县濛江乡长白山天泉	自流	47.37	工业、生活	20170201-20220131	吉林省水利厅

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

泉阳泉品牌长白山矿泉水品牌力强，在东北地区影响力大。泉阳泉品牌曾经获得“中国名牌”、“国家免检产品”和“中国驰名商标”等多项国家级容易，是“吉林省十大畅销品牌”。经过多年的积极投入，在东北矿泉水市场占有率名列前茅，消费者忠诚度较高，具有一定的品牌优势。

在长白山地区的丰富运营经验也是泉阳泉的竞争优势之一。泉阳泉自 2001 年以来，一直在长白山地区经营天然饮用矿泉水的生产和销售，在品牌、市场、生产、销售等环节积累了丰富的管理和运营经验，专业度和竞争力较高，具有较强的盈利能力和持续发展能力。

园林业务：专注市政园林和地产园林

园林业务主体：园区园林公司

公司概况：园区园林是一家以园林景观设计、园林工程施工、绿化苗木种植为主营业务的企业，园区园林主要业务以市政园林和地产园林为主，目前拥有城市园林绿化一级、风景园林工程设计专项乙级、市政公用工程总承包三级、古建筑工程专业承包三级、城市及道路照明工程专业承包三级等资质。

代表项目：阳山新城绿化及中央公园景观工程；第九届江苏省园艺博览会波兰园绿化景观工程；南平市武夷新区滨江东路、水之廊等园林景观工程施工项目；阳澄湖半岛湖心岛北部沿湖绿化景观工程；上海世茂新体验爱丁堡小镇景观工程；武汉世茂龙湾项目；苏州评弹学校等。

图表23： 上海世茂新体验爱丁堡小镇景观工程

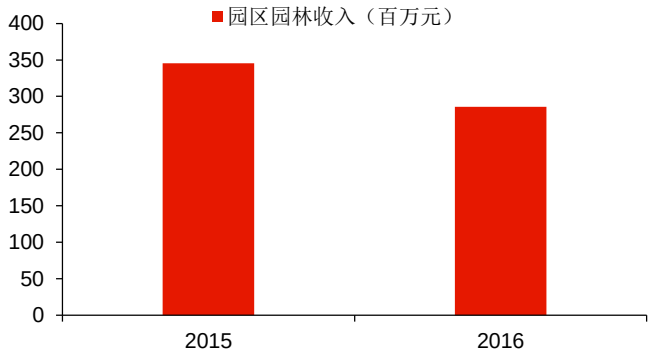
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24： 武汉世茂龙湾项目

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

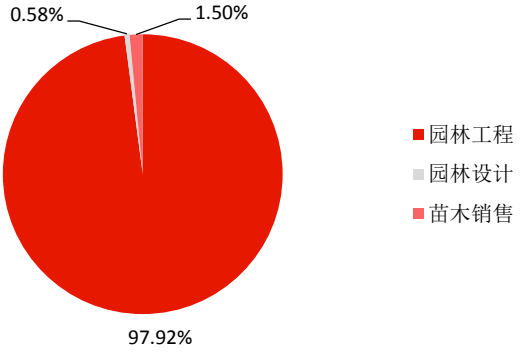
财务表现：园区园林公司 2016 年营收为 2.85 亿元，同比下降 17.2%。其中，园林工程业务收入占总营收的 97.92%；园林设计和苗木销售分别占总营收的 0.58%，1.50%。

图表25： 园区园林公司 2016 年收入 2.85 亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26： 园林工程业务占据收入 97.92%（2016 年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司的竞争优势：技术+跨区域能力+全价值链+专业团队

园区园林公司在园林绿化施工等方面具有技术优势。在软景技术方面，园区园林具有植栽营造和古典园林花木配置技法。在硬景技术方面，依照工程中不同模块可分为石系、光电、小品、木系、地形、水景。针对苗木种植，园区园林拥有自主研发的实用新型技术和发明。园区园林独创的“352”量化体系和一直沿用的“扁平化”内控体系，为保障项目质量、提高办事效率和控制施工成本，提供了有力保障。

园区园林还具有跨区域服务的能力。跨区域施工能力是衡量园林绿化企业的重要标准。园林绿化工程与施工当地气候、土壤、地质、植物生长习性有较强关联性，我国不同地区之间自然环境、植物生长习性等存在较大差异，对园林绿化企业的施工经验和能力要求较高；同时，各地域风俗与审美标准的差异，对园林绿化企业设计能力和艺术表现力，提出了更高的要求。经过多年拓展，目前园区园林已设立 2 家分公司和多家办事处。

全价值链服务提供能力是园区园林公司的竞争优势之一。经过近 20 年的发展，园区园林已形成苗木种植、园林景观设计、园林工程施工（含绿化养护）这三项主营业务，涵盖了园林绿化产业链的各个环节，成为能够为客户提供全价值链一体化服务的园林综合服务商。

园林绿化行业具有人才密集型的特征，人员团队优势体现在质量和数量两个方面。目前，园区园林拥有经验丰富的一线专业团队，包含园林绿化专业高级工程师、国家注册一级建造师、江苏省注册二级建造师、资深景观设计师和具备独立管理大型项目能力的项目经理多名。

盈利预测与评级

收购资产的承诺：17~19 年归母净利分别为 1.38 亿，1.79 亿和 2.34 亿

新泉阳泉：被收购方承诺新泉阳泉在 2016~2019 年各年度的净利润数分别不低于 7880.46 万元，8395.65 万元，9846.52 万元和 11068.76 万元。

- ✓ 业绩补偿先股票后现金：如果本次交易后新泉阳泉无法达到承诺业绩的，森工集团、睿德嘉信将按照 56.25%、43.75%的比例分担补偿责任。补偿主体首先以本次交易中取得的上市公司股份对上市公司进行补偿，如果股份不足以支付当年应补偿金额的，补偿主体首先以持有的剩余的上市公司股份进行补偿，如果仍然不足，则剩余差额以现金形式补足。

- ✓ 超额业绩奖励：新泉阳泉不存在超额业绩奖励。

园区园林：被收购方承诺园区园林在 2017~2019 年各年度的净利润数分别不低于 7500 万元，10500 万元和 15000 万元。

- ✓ 业绩补偿先股票后现金：如果本次交易后园区园林无法达到承诺业绩的，赵志华、陈爱莉、赵永春将按照 96.53%，3.22%和 0.25%的比例分担补偿责任。补偿主体首先以本次交易中取得的上市公司股份对上市公司进行补偿，如果股份不足以支付当年应补偿金额的，补偿主体首先以持有的剩余的上市公司股份进行补偿，如果仍然不足，则剩余差额以现金形式补足。

- ✓ 超额业绩奖励：若园区园林在业绩承诺期间内累积实现净利润数高于累积承诺利润数，则累积实现净利润数超出承诺净利润数的 25%（上限未本次园区园林交易价格总额的 20%，即 1.6 亿元）将作为奖金奖励给届时仍于园区园林任职的管理团队成员。

图表27：新泉阳泉和园区园林业绩承诺明细

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
新泉阳泉	50.58	81.28	83.96	98.47	110.69	a
同比增速		*61%*	*3%*	*17%*	*12%*	
上市公司权益			75.45%	75.45%	75.45%	b
园区园林	46.85	41.43	75.00	105.00	150.00	c
同比增速		*-12%*	*81%*	*40%*	*43%*	
上市公司权益			100%	100%	100%	d
合并净利润			138.35	179.29	233.51	e=a*b+c*d

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测

核心假设:

- ✓ 新泉阳泉和园区园林两家公司在 2018 年实现全年并表。

- ✓ 配套募集资金股票发行价格与购买资产股票发行价格同为 9.43 元/股，在此假设下股本扩张至 5.49 亿股。

根据我们的盈利预测，吉林森工 2017~2019 年的营业收入将分别达到 2.00 亿元，14.11 亿元和 18.35 亿元，分别同比增长-48%，606%和 30%；2017~2019 年的归属母公司净利润将分别达到-0.73 亿元，2.10 亿元和 2.80 亿元，分别同比增长-727%，386%和 33%；2017~2019 年 EPS（考虑增发摊薄）将分别达到-0.13 元，0.38 元和 0.51 元。

图表28： 吉林森工收入分产品预测

单位：百万元

	2017E	2018E	2019E
收入	200.00	1411.49	1835.41
-包装水		671.27	839.08
-园林		520.23	754.33
-林纸木材	200.00	220.00	242.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值与评级

考虑到吉林森工包装水业务在二级市场上的标的稀缺性、整个包装水行业增长弹性以及泉阳泉包装水品牌的竞争优势，我们给予吉林森工 2018 年 29~31 倍 PE 估值，目标价范围 11.02 元~11.78 元，首次覆盖给予“买入”评级。

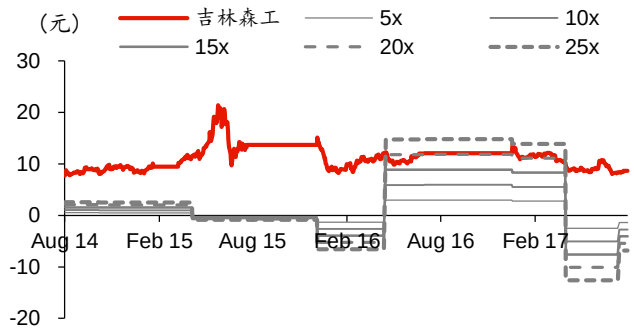
图表29： 可比公司估值表（2017-08-16）

股票代码	股票简称	收盘价 (元/股)	EPS 2016A	EPS 2017E	EPS 2018E	PE 2016A	PE 2017E	PE 2018E
600300.SH	维维股份	5.51	0.04	0.25	0.3	138	22	18
000848.SZ	承德露露	9.35	0.46	0.47	0.51	20	20	18
平均							21	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

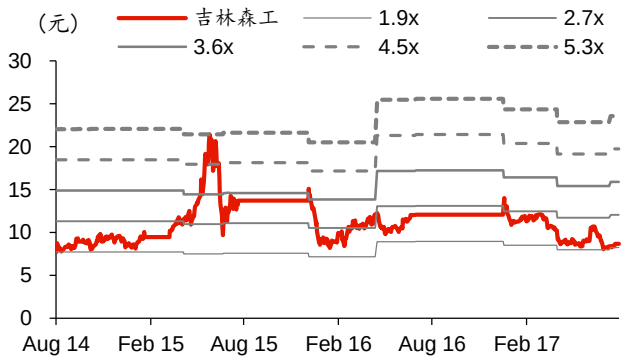
PE/PB - Bands

图表30： 吉林森工历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表31： 吉林森工历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

发行股份购买资产方案中发行价格调整的风险。根据交易方案，两项调价触发条件中满足至少一项的任一交易日当日，股票发行价格可能出现调整。

- ✓ 调价触发条件 1：上证综指（000001.SH）在任一交易日前的连续 20 个交易日中至少 20 个交易日相比吉林森工因本次交易停牌日前一交易日（2016 年 7 月 7 日）收盘点数（3016.85 点）跌幅超过 10%；且吉林森工（600189.SH）股票价格在任一交易日前的连续 20 个交易日中至少 10 个交易日相比吉林森工因本次交易首次停牌前一交易日（2016 年 7 月 7 日）收盘价格（调整后为 12.05 元/股）跌幅超过 10%。

- ✓ 调价触发条件 2：Wind 林木指数（885013.WI）在任一交易日前的连续 20 个交易日中至少 10 个交易日相比吉林森工因本次交易首次停牌日前一交易日（2016 年 7 月 7 日）收盘点数（2436.03 点）跌幅超过 10%；且吉林森工（600189.SH）股票价格在任一交易日前的连续 20 个交易日中至少 10 个交易日相比吉林森工因本次交易首次停牌前一交易日（2016 年 7 月 7 日）收盘价格（调整后为 12.05 元/股）跌幅超过 10%。

当调价基准日出现时，上市公司有权在调价基准日出现后 7 个工作日内召开董事会会议审议决定是否按照本价格调整方案对本次交易发行股票购买资产的发行价格进行调整。

- ✓ 董事会决定进行调整：发行股份购买资产的发行价格调整为调价基准日前 20 个交易日（不包括调价基准日当日）的上市公司股票交易均价的 90%。发行价格调整不影响购买资产的定价，发行股份数量根据调整后的发行价进行相应调整。

- ✓ 董事会决定不进行调整：上市公司后续不再对发行股份购买资产的价格进行调整，发行股份购买资产的发行价格的调整不以募集配套资金股份发行价格的调整为前提。

发行股份购买资产方案及配套融资推进速度不达预期的风险。如果推进速度不达预期，无法在 2018 年全年的并表，则会对公司的盈利情况产生重大影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,431	1,411	2,823	3,126	3,995
现金	486.06	353.53	2,109	502.72	364.10
应收账款	103.32	27.80	16.08	108.03	140.90
其他应收账款	796.14	766.36	156.08	1,585	2,358
预付账款	85.97	37.16	13.78	93.46	130.98
存货	605.46	137.79	75.30	479.92	611.95
其他流动资产	354.16	87.88	452.79	356.80	389.34
非流动资产	2,173	2,616	1,511	1,690	1,807
长期投资	767.06	2,139	1,087	1,331	1,519
固定投资	1,197	381.49	354.62	322.91	288.77
无形资产	63.09	12.08	(8.28)	(34.24)	(67.12)
其他非流动资产	145.65	83.32	77.78	70.82	66.35
资产总计	4,604	4,027	4,334	4,816	5,802
流动负债	2,159	1,714	1,616	1,746	2,456
短期借款	1,118	990.00	1,049	1,052	1,812
应付账款	115.66	29.65	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	925.86	694.79	567.12	693.87	644.04
非流动负债	1,001	871.73	1,111	1,126	1,168
长期借款	960.78	851.46	1,080	1,096	1,141
其他非流动负债	39.88	20.27	31.29	30.36	27.27
负债合计	3,160	2,586	2,727	2,872	3,625
少数股东权益	116.80	34.20	34.20	78.28	131.57
股本	310.50	310.50	549.15	549.15	549.15
资本公积	646.63	729.05	729.05	729.05	729.05
留存公积	370.01	366.09	293.17	583.60	762.58
归属母公司股	1,328	1,406	1,573	1,865	2,045
负债和股东权益	4,604	4,027	4,334	4,816	5,802

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	156.31	(53.03)	361.87	(1,535)	(549.20)
净利润	28.47	2.57	(73.48)	254.30	333.10
折旧摊销	120.11	35.81	38.67	39.03	38.93
财务费用	162.39	122.58	(11.75)	98.47	141.76
投资损失	(52.90)	(283.11)	80.00	(30.00)	(40.00)
营运资金变动	76.06	(15.27)	416.75	(2,170)	(1,248)
其他经营现金	(177.81)	84.39	(88.31)	273.06	225.43
投资活动现金	(229.57)	493.65	967.80	(194.33)	(108.41)
资本支出	40.78	41.76	1.33	(0.45)	(0.14)
长期投资	467.39	(542.15)	(1,053)	244.33	187.96
其他投资现金	278.59	(6.73)	(83.41)	49.55	79.41
筹资活动现金	344.01	(541.57)	426.19	122.76	518.99
短期借款	79.23	(127.59)	58.65	3.43	760.36
长期借款	(70.97)	(109.32)	228.53	16.08	45.10
普通股增加	0.00	0.00	238.65	0.00	0.00
资本公积增加	1.00	82.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	334.75	(387.08)	(99.64)	103.25	(286.47)
现金净增加额	270.75	(100.95)	1,756	(1,607)	(138.62)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,375	384.03	200.00	1,411	1,835
营业成本	1,016	258.79	134.00	846.90	1,101
营业税金及附加	11.68	5.39	6.00	7.06	9.18
营业费用	128.17	48.60	26.00	70.57	82.59
管理费用	277.72	142.90	74.00	84.69	100.95
财务费用	162.39	122.58	(11.75)	98.47	141.76
资产减值损失	64.35	88.21	(30.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.39	(0.06)	1.54	1.96	1.14
投资净收益	52.90	283.11	(80.00)	30.00	40.00
营业利润	(228.69)	0.62	(76.71)	335.76	440.83
营业外收入	259.36	3.86	3.86	3.86	3.86
营业外支出	3.82	0.56	0.56	0.56	0.56
利润总额	26.85	3.92	(73.41)	339.06	444.13
所得税	(1.62)	1.35	0.07	84.77	111.03
净利润	28.47	2.57	(73.48)	254.30	333.10
少数股东损益	(16.24)	(9.14)	0.00	44.08	53.30
归属母公司净利润	44.71	11.72	(73.48)	210.22	279.80
EBITDA (倍)	53.81	159.01	(49.80)	473.26	621.52
EPS (元)	0.14	0.04	(0.13)	0.38	0.51

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(8.20)	(72.06)	(47.92)	605.75	30.03
营业利润	(802.09)	100.27	(12,504)	537.69	31.29
归属母公司净利润	321.49	(73.80)	(727.24)	386.08	33.10
获利能力(%)					
毛利率	26.07	32.61	33.00	40.00	40.00
净利率	3.25	3.05	(36.74)	14.89	15.24
ROE	3.37	0.83	(4.67)	11.27	13.68
ROIC	(2.51)	6.63	(10.49)	12.16	12.04
偿债能力					
资产负债率(%)	68.63	64.23	62.92	59.64	62.48
净负债比率(%)	86.25	90.77	92.52	92.74	94.50
流动比率	1.13	0.82	1.75	1.79	1.63
速动比率	0.84	0.72	1.70	1.48	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.09	0.05	0.31	0.35
应收账款周转率	7.74	3.44	4.85	13.19	8.36
应付账款周转率	10.20	3.56	9.04	0.00	0.00
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.02	(0.13)	0.38	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	(0.10)	0.66	(2.80)	(1.00)
每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.56	2.86	3.40	3.72
估值比率					
PE (倍)	106.74	407.34	(64.94)	22.70	17.06
PB (倍)	3.59	3.39	3.03	2.56	2.33
EV_EBITDA (倍)	46.90	15.87	(50.68)	5.33	4.06

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com