

轻工制造

2017年08月18日

# 岳阳林纸 (600963)

——园林 PPP 蓄势启航，诚通背景优势凸显

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2017年08月17日

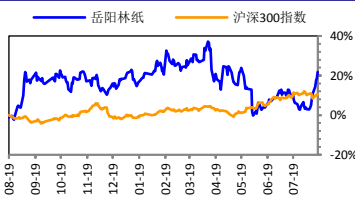
收盘价(元)	8.41
一年内最高/最低(元)	9.58/6.52
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8773
上证指数/深证成指	3268.43/10653.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	5.05
资产负债率%	63.21
总股本/流通A股(百万)	1398/1043
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《岳阳林纸(600963)点评：签署南宁森林旅游园项目框架协议，坚持优质绿色生态项目开拓》2017/08/11

证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
范张翔 A0230516080003  
fanzx@swsresearch.com

研究支持

杜洋 A0230117050017  
duyang@swsresearch.com

联系人

丁智艳  
(8621)23297818×7580  
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **定增收购诚通凯胜顺利完成，凯胜 PPP 项目、园林项目纷至沓来，公司进一步向大生态业务转型升级。**行业层面环保督查加强，供给侧收缩，造纸盈利触底改善。公司积极调整造纸产能结构，子公司湘江纸业搬迁预计 2017 年下半年完工，进一步增厚业绩。公司定增收购诚通凯胜顺利完成，迅速推进 PPP 园林项目落地，执行力强。大股东诚通集团首批国资运营试点，3500 亿国企结构调整基金依托，有望助力岳阳林纸后续项目推进、产业升级。三年期定增价格 6.46 元安全边际，高管员工持股激发团队活力，引入非国有资本实现混改。维持公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.44 元和 0.61 元（净利润为 3.51 亿，6.21 亿，8.56 亿，其中造纸部分均为 1 亿利润，其余为园林），2017-2019 年的复合增速为 56%，目前股价（8/17 收盘 8.41 元）对应 2017-2019 年 PE 分别为 34 倍、19 倍和 14 倍，公司凭借央企背景，未来以园林为基础的大生态项目发展前景广阔，给予目标市值 154 亿（对应股价 11 元），其中造纸部分对应市值 29 亿（根据行业吨产能市值平均值\*60%的折价），园林部分给予 18 年 25 倍估值（园林 5 亿利润\*25 倍估值）为 125 亿市值，维持买入！

● **定增收购诚通凯胜生态，开拓新业务发展空间。**公司顺利定增收购诚通凯胜生态 100% 股权，布局生态园林，继宁波国际海洋生态科技城 PPP 项目（120 亿）后，陆续获得湖南泸溪、湖南永州、宁波滨海、广西北海、广西南宁合计 5 个项目，新签约 50 亿元广西南宁森林旅游园 PPP 项目框架协议，近 3 个月落地项目金额为 67.2 亿元，为公司未来创造盈利增长点。生态园林行业前景广阔，面临历史发展性机遇。在产业快速发展时期收购优质资产，将有效降低整合风险。诚通凯胜生态具有 17 年行业经验、拥有园林壹级资质（原实际控制人刘建国认购 9000 万股后，对岳纸持股比例变为 6.4%）。双方发挥全方位协同效应，开拓新的业务增长点和业务区域，实现业务结构互补优势。公司向生态环境、园林景观业务继续延伸，持续践行大生态、大环保战略，园林绿化市政工程项目盈利水平高，将有效提升公司业绩盈利能力。

● **依托大股东诚通集团平台，布局生态园林行业协同效应显著。**我们认为作为诚通集团旗下唯一的园林业务主体，公司未来在大集团策略的背景下，有机会获得更多的业务发展空间和机会。公司全资子公司凯胜园林更名为诚通凯胜生态建设（8 月 2 日公告），一方面说明诚通集团对于公司的积极支持，另一方面从“园林”改为“生态”表明公司业务更加多元的想象空间。公司凭借央企背景和自身雄厚技术实力，有望在较短时间内发展为行业翘楚，进军园林生态广阔的市场，为公司带来业绩增长新引擎。混合所有制改革，员工持股顺利推进，经营活力进一步释放。

● **与市场不同的认识：1）市场担心后续利率上行，PPP 业务规范化推进，将限制相关业务的发展。**我们认为这恰恰体现了岳阳林纸的相对比较优势：依托诚通集团的全国业务扩张，以及相对低利率的资金成本优势，加速公司后续项目落地。2）市场担心框架协议的后续可落地性和可持续性。我们认为岳阳林纸在选择项目订单时，更加注重当地的经济水平与地方政府的财政实力，未来项目的可落地执行能力较强。

● **股价表现的催化剂：跟随集团持续扩张园林生态订单。**

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,799	1,192	6,726	10,336	12,798
同比增长率(%)	-19.07	19.52	40.17	53.67	23.82
净利润(百万元)	28	15	351	621	856
同比增长率(%)	-	209.64	1143.42	76.92	37.84
每股收益(元/股)	0.03	0.01	0.25	0.44	0.61
毛利率(%)	16.8	21.4	24.7	27.9	28.9
ROE(%)	0.5	0.3	6.3	10.0	12.1
市盈率	310		34	19	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司积极完善主业结构优化，公司定增方案落地后，迅速推进了 PPP 项目的落地，执行力强，推进顺利，维持公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.44 元和 0.61 元，2017-2019 年的复合增速为 56%，目前股价（8/17 收盘 8.41 元）对应 2017-2019 年 PE 分别为 34 倍、19 倍和 14 倍，公司未来以园林为基础的大生态项目广阔发展前景，目标价 11 元，维持买入！

### 关键假设点

假设：1) 诚通凯胜生态经营良好且后续 PPP 稳步推进，预计 2017-2019 年园林板块实现收入 23.00、56.50、78.12 亿元。2) 剥离亏损的制浆业务后，公司传统造纸主业盈利稳定，预计 2017-2019 年造纸板块实现盈利每年 1 亿元。

### 有别于大众的认识

1) 市场担心后续利率上行，PPP 业务规范化推进，将限制相关业务的发展。我们认为这恰恰体现了岳阳林纸的相对比较优势：依托诚通集团的全国业务扩张，以及相对低利率的资金成本优势，加速公司后续项目落地。2) 市场担心框架协议的后继可落地性和可持续性。我们认为岳阳林纸在选择项目订单时，更加注重当地的经济水平与地方政府的财政实力，未来项目的可落地执行能力较强。

### 股价表现的催化剂

跟随集团战略布局，持续扩张园林生态订单。

### 核心假设风险

PPP 项目后续推进落地进度低于预期，盈利能力低于预期。

## 目录

1. 依托央企殷实背景，园林新业发力稳增长，主业结构优化扎根	6
2. 收购凯胜布局园林，PPP 模式与时俱进	8
2.1 收购诚通凯胜定增完成，园林 PPP 项目稳步推进	8
2.2 依托诚通央企平台，PPP 比较优势凸显	9
2.3 宁波 PPP 项目业绩坚实支撑，资金充足落实进展顺利	11
2.4 诚通凯胜生态实力资质，生态园林产业增长新引擎	13
3. 剥离较弱制浆业务，造纸主业弹性凸显	17
3.1 造纸主业企稳回升，产能升级、产品优化渐入佳境	17
3.2 其他版块竞争力不断提升，转型升级盘活林业资源	18
4. 国资改革稳步推进，员工持股提高凝聚力	21
4.1 国企改革继续深化，诚通成为国资运营试点	21
4.2 推行混合所有制改革，骨干员工持股提升凝聚	23
4. 投资建议与盈利预测	24
5. 附录和附表	29
5.1 附录一：PPP 模式逐入佳境，生态园林渐成热点	29
5.2 附录二：诚通集团近期战略布局	30

## 图表目录

图 1: 岳阳林纸 2016 年主营业务板块占比.....	6
图 2: 岳阳林纸控股股东股权图 .....	6
图 3: PPP 政府和社会资本合作概览 .....	10
图 4: PPP 资本运作路线图 .....	10
图 5: 2016 年宁波市 PPP 入库项目合计 32 个 .....	11
图 6: 梅山发展区规划示意图.....	12
图 7: 诚通凯胜生态营业收入、利润总额、经营活动净现金流.....	13
图 8: 诚通凯胜生态净利润稳步增长 .....	13
图 9: 奉化市县江两岸及大成区域园林景观工程.....	15
图 10: 宁波国际马拉松赛事沿线环境整治及形象提升工程.....	15
图 11: 我国城市市政公用园林绿化建设固定资产投资额 .....	15
图 12: 和风江岸工程 .....	16
图 13: 桐庐县滨江景观工程 .....	16
图 14: 岳阳林纸营业收入和增速, 2016 年实现收入 47.99 亿元 .....	17
图 15: 岳阳林纸归母净利润和增速, 2016 年实现归母净利润 2822.86 万元 ....	17
图 16: 岳阳林纸毛利率与净利率 .....	17
图 17: 岳阳林纸经营性现金流量净额 .....	17
图 18: 双胶纸 2007-2017 年均价趋势 .....	18
图 19: 诚通集团组织结构.....	21
图 20: 诚通集团发展历史.....	22
图 21: 诚通集团旗下上市公司持股情况.....	23
图 22: PPP 项目全国累计入库项目数 .....	29
图 23: PPP 项目累计投资金额 .....	29
图 24: PPP 项目全国入库项目累计落地率 .....	29
图 25: 2006-2015 年城市园林绿地面积及人均绿地面积 .....	29
图 26: 中国诚通关于雄安新区建设的新闻 .....	31
图 27: 中国诚通、中国纸业及诚通凯胜生态业务开拓.....	31

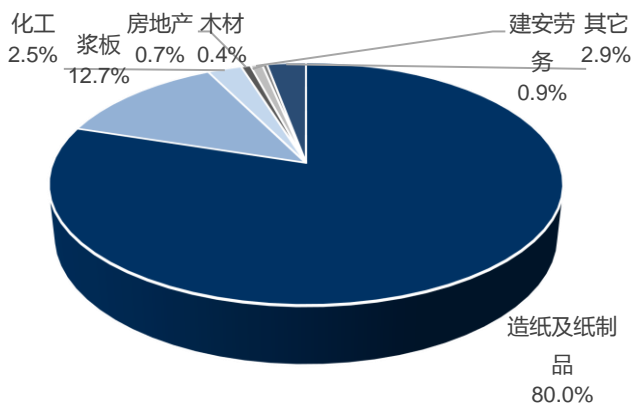
表 1: 岳阳林纸依托大型央企, 资源板块优势明显 .....	6
表 2: 公司资产剥离、搬迁和资产置入情况 .....	7
表 3: 定增发行认购对象及其认购数量、金额 .....	8
表 4: 定增发行募集资金使用情况 .....	9
表 5: 2017 年诚通凯胜中标项目明细表 .....	10
表 6: 宁波国际海洋生态科技城区域行业规划 .....	12
表 7: 诚通凯胜生态公司园林绿化壹级、园林设计甲级资质、浙江省 3A 企业信誉 .....	14
表 8: 诚通凯胜生态上海、浙江苗圃基地 .....	16
表 9: 公司造纸和化工板块产能概况 .....	18
表 10: 岳阳林纸林业资产 (截至 2015 年底) .....	19
表 11: 相关上市公司林木资产对比 .....	19
表 12: 造纸板块可比公司吨产能市值 .....	24
表 13: 园林板块可比公司平均 PE 和 PEG 水平 .....	24
表 14: 园林行业标的盈利预测及估值表 (更新至 2017-8-17) .....	25
表 15: 造纸行业标的盈利预测及估值表 .....	25
表 16: 岳阳林纸盈利预测模型 .....	26
表 17: 岳阳林纸收入拆分预测模型 .....	27
表 18: 岳阳林纸造纸和园林板块收入拆分预测模型 .....	28
表 19: 财政部政策对 PPP 示范项目以奖代补明细 .....	30
表 20: 我国出台的 PPP 相关政策法规 .....	33
表 21: 诚通凯胜生态及园林板块上市公司拥有行业资质明细 .....	34
表 22: 我国出台的生态环保相关政策法规梳理 .....	35

# 1. 依托央企殷实背景，园林新业发力稳增长，主业结构优化扎根基

岳阳林纸依托央企诚通集团，树立造纸营林全产业链旗舰。岳阳林纸前身为岳阳造纸厂，始建于1958年，2000年由泰格林纸集团设立岳阳纸业股份，2004年5月上市。泰格林纸是中国诚通控股集团旗下中国纸业投资的控股公司，中国诚通控股集团是国资委管理唯一以“林浆纸”为主业的大型央企，中国纸业是集营林、制浆、造纸、印刷于一体的全产业链国有造纸龙头。2017年公司顺利完成诚通凯胜生态收购，随园林板块布局渐入佳境，未来公司业绩弹性凸显。

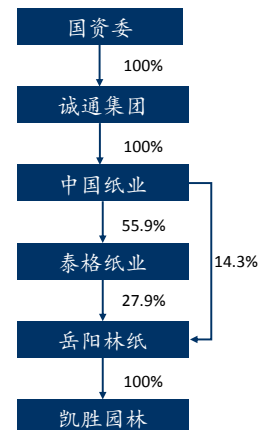
文化纸主业受益于造纸企稳。岳阳林纸主营业务包括机制纸生产销售及木材种植销售。公司根据市场需求生产复印纸、新闻纸、包装纸等40种纸。目前公司在全国主要城市设立了7个驻外销售分公司、17个办事处、2个驻岳分公司（办公用纸和出口）以及面向亚洲和东非市场，产品采用直销和经销相结合的销售模式，客户包括出版社、杂志社、大型印刷厂等。公司现有造纸产能83万吨，化工产能15万吨。

图 1：岳阳林纸 2016 年主营业务板块占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：岳阳林纸控股股东股权图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：岳阳林纸依托大型央企，资源板块优势明显

公司简称	公司简介
中国诚通	国资委管理唯一以“林浆纸”为主业的大型央企，旗下多个平台涉及资管物流、贸易林纸业务，首批国有独资董事会和国有资产经营试点
中国纸业	集营林、制浆、造纸、印刷于一体的全产业链国有造纸龙头，拥有多个造纸生产平台，品种涵盖领域广泛
泰格林纸	中国诚通控股集团旗下中国纸业投资的控股公司，集制浆造纸、林业开发、轻机制造、港口贸易等于一体的湖南大型国企
岳阳林纸	文化纸领军企业，积极布局园林板块，自有林地坚持走“林纸一体化”的道路

资料来源：公司官网，申万宏源研究

剥离原有骏泰浆纸不利影响，置入盈利强的新业务。自 2015 年起，公司积极谋划产业升级转型，与控股股东签订资产置换协议置出骏泰浆纸，剥离亏损业务，符合公司现阶段在新形势下转型升级战略需求，为实现产业转型创新打下坚实基础。公司置入岳阳安泰、岳阳恒泰、宏泰建筑这三个市场竞争力强、发展潜力大的业务板块，2016 年置入业务已实现净利润合计 723 万元。通过顺利解决历史遗留，有利于公司未来轻装上阵。

**表 2：公司资产剥离、搬迁和资产置入情况**

业务情况	股权占比	主营业务	净利润（万元）		
			2014	2015	2016
<b>剥离业务</b>			2014	2015	2016
骏泰浆纸	100%	商品浆板	-27201.72	-27,921 (1-10月)	-
<b>搬迁业务</b>					
湘江纸业	100%	包装纸	22016.66	-18500.62	-8598.93
<b>置入业务</b>			2014	2015	2016
安泰实业	100%	工业用纸	882	430	562
恒泰地产	100%	房地产	3405	1086	30
宏泰建筑	80%	建筑安装	730	226	131
<b>合计置入</b>			<b>5017</b>	<b>1742</b>	<b>723</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 收购凯胜布局园林，PPP 模式与时俱进

### 2.1 收购诚通凯胜定增完成，园林 PPP 项目稳步推进

定增收购诚通凯胜生态顺利完成，岳阳林纸布局生态园林产业。岳阳林纸于 2015 年 12 月收到国务院国资委对公司非公开发行 A 股的批复，2016 年 6 月公布定增第三次修订方案，2016 年 11 月公司收到证监会发审委对非公开发行审核通过，2017 年 3 月获得证监会正式批复，2017 年 5 月顺利完成定增。定增以 6.46 元/股非公开发行 3.55 亿股，募集 22.91 亿元用于收购诚通凯胜生态 100% 股权（9.77 亿元）、补充流动资金以及偿还银行贷款。

表 3：定增发行认购对象及其认购数量、金额

认购对象	认购数量（万股）	认购金额（元）
中国纸业投资有限公司	20000	12.92 亿
山东省国有资产投资控股有限公司	2500	1.615 亿
湖北新海天投资有限公司	2500	1.615 亿
长沙琛远财务咨询有限公司	150	969 万
国联证券股份有限公司	745.4	4815.3 万
中信证券股份有限公司设立的中信证券岳阳林纸员工持股计划 1 期定向资产管理计划	562	3630.5 万
刘建国	9000	5.814 亿
合计	35457	22.91 亿

资料来源：公司公告，申万宏源研究

实际控制人中纸持股比上升，引入多家政府背景机构，有利于后续业务支持。发行对象为中国纸业投资、山东国投、湖北新海天投资、长沙琛远财务、国联证券、中信证券岳阳林纸员工持股计划 1 期定向资产管理计划、刘建国共 7 名法人、自然人或其他合格投资者。募股完成后，公司实际控制人仍为中国纸业，间接持有股份由 37.7% 上升至 42.4%，持有不低于 5.93 亿股。新增股东山东国投为山东省国资委 100% 控股公司，主要从事山东省国资委授权的国有产权经营管理及不良资产处置、产业项目资本运营等业务。此外多家股东均为政府背景，这些股东的加入为公司项目拓展、业务协同提供有力支持。诚通凯胜生态控制人刘建国认购 9000 万股后，持股比例变为（定增后）6.4%。公司布局园林板块，凭借央企背景和自身雄厚技术实力，有望在较短时间内发展为行业领军，抢占园林板块广阔的市场，为公司带来丰厚的业绩回报。

布局大林业、大生态发展战略，园林产业将成为公司增长新引擎。岳阳林纸作为国内造纸上市公司林浆纸一体化龙头企业，具备管理、区位、技术、资金诸多优势：

- 1) 在诚通集团央企的支持下，公司开启园林板块的业务，随着国家对于生态环保的重视程度加大，将为公司带来业绩增长的新引擎。
- 2) 园林和造纸属于相近领域行业，相互发展、协同促进，也为公司长期可持续发展夯实基础。



- 3) 公司通过收购诚通凯胜生态，进而在 PPP 模式下寻找新机遇，从园林板块向市政工程、城综建设、文化旅游等“十三五规划”支持的相关产业进行拓展，实现产业链矩阵。

表 4：定增发行募集资金使用情况

项目名称	投资总额（亿元）
收购凯胜园林100%股权	9.34
补充流动资金	0.57
偿还银行贷款	13.00
合计	22.91

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**诚通凯胜生态综合性园林实力，深耕多年经验足。**诚通凯胜生态成立于 2000 年，主要从事园林绿化设计、施工养护，市政工程等多项目经营，在园林绿化行业深耕多年，具备很高专业水平。公司管理团队完善、技术团队精湛。公司董事长刘建国已连任五年，持有诚通凯胜生态 65% 股权，具有 30 多年园林行业经验，是园林绿化行业的资深专家；2014 年底公司聘任梁明武为新任公司董事，其曾任东方园林董事、副总裁，他的加盟将为公司带来丰富的园林行业经验和资源。公司现有员工 486 人，拥有高、中级职称、国家注册类及经济技术管理人员 249 人，人才支持为公司发展夯实基础。

**凯胜开拓生态园林行业，新项目陆续推进运筹帷幄，公司业绩弹性进一步凸显。**公司 16 年公告 120 亿宁波国际海洋生态科技城定位国家级 PPP 项目稳步进行，诚通凯胜后续订单也积极推进，2017 年 5 月顺利中标 13.16 亿元泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目。6 月公司牵头湖南永州保方寺公园 EPC 项目。以及中标宁波滨海万人沙滩绿化、景观及附属配套设施工程，中标价 1.42 亿元。8 月中标 1.11 亿元的广西北海市市花公园及体育休闲公园项目、广西南宁 50 亿元“环绿城南宁森林旅游圈”项目。园林市政相较于造纸的高盈利水平，将有效提升公司业绩盈利能力。公司向生态环境、园林景观业务继续延伸，持续践行公司大生态、大环保战略。央企 PPP 拿单与资金优势明显，布局生态园林行业协同效应显著。

## 2.2 依托诚通央企平台，PPP 比较优势凸显

**公司顺利收购诚通凯胜生态，布局园林业务板块。**2017 年公司完成凯胜收购，积极布局生态园林行业。随着公司园林和 PPP 业务的不断开拓，继宁波国际海洋生态科技城 PPP 项目后，陆续获得湖南泸溪、湖南永州、宁波滨海、广西北海、广西南宁合计 5 个项目，合计项目金额为 67.2 亿元。园林市政相较于造纸的高盈利水平，将有效提升公司业绩盈利能力。

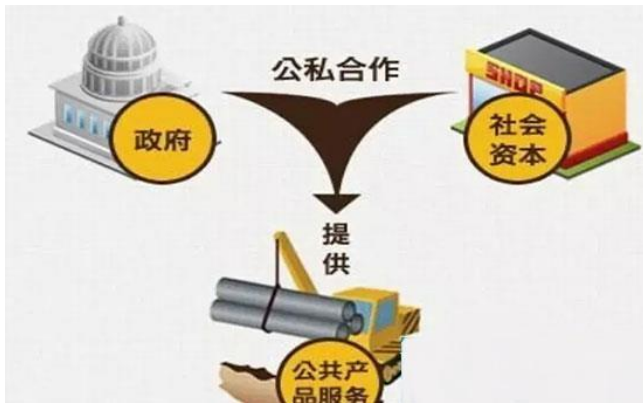
表 5: 2017 年诚通凯胜中标项目明细表

项目名称	项目规模	实施周期	贡献利润	备注
泸溪沅水绿色旅游公路PPP项目	13.16亿元	建设期2年,运营期15年	该项目将对公司以后年度的经营业绩产生积极的影响	凯胜(作为丙方)出资4000万元(占比60%)
保方寺公园 EPC(设计、采购、施工总承包)项目	1.51亿元	建设期18个月	如项目在本年度内顺利实施并产生一定数额的产值,将对公司2017年度经营业绩产生积极影响	北京东方利禾景观设计系实施本项目联合体成员
宁波滨海万人沙滩绿化、景观及附属配套设施工程	1.42亿元	工期365日历天	对公司实施项目年度的经营业绩产生积极的影响	-
北海市市花公园及体育休闲公园工程	1.11亿元	140 日历天	继续加大在园林、市政开拓力度,确保公司主营业务持续、稳定地增长	招标人为北海城建投
环城城南宁森林旅游圈七坡板块项目	约50亿元	5年	如果签订后续具体项目合作协议并实施,将对实施年度公司经营业绩产生积极影响	甲方广西壮族自治区国有七坡林场

资料来源:公司公告,申万宏源研究

随着国家 PPP 政策法规的不断推进完善,2017 年迎来 PPP 落地大年。岳阳林纸背靠央企诚通集团,收购在景观园林方面有多年经验的诚通凯胜生态,借助自身国资背景、林纸产业的优势,有望在 PPP 模式中不断探索、取得有效增长。2017 年财政部多次例会政策也呵护 PPP 发展,积极引导资金参与 PPP 投资,增加优质项目投放,保障社会资本利益。

图 3: PPP 政府和社会资本合作概览



资料来源:百度,申万宏源研究

图 4: PPP 资本运作路线图



资料来源:百度,申万宏源研究

PPP 标的选择优质项目,大林业大生态战略目标明确。根据未来的战略发展方向和风险控制,岳阳林纸在选择 PPP 标的上,优选财政体量经济状况好,政府信用高、项目业态结构好的项目,从而获得融资机构更高的认可度。通过在 PPP 标的选择上的控制,来实现业界声誉认可和业绩提升的双重目标,为未来大林业大生态战略的稳步实施奠定基础。

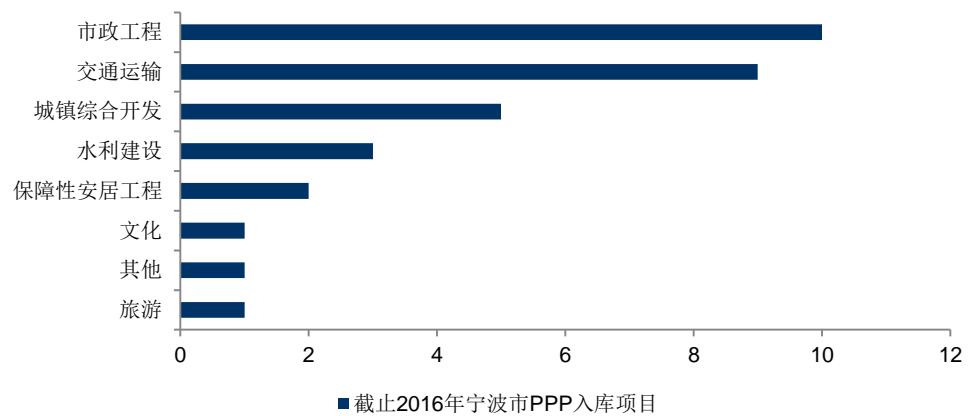
背靠诚通集团平台优势,公司拿单优势显著。公司大股东诚通集团是国务院国资委大型企业集团,是企业布局结构调整和战略重组的重要资产经营平台。作为岳阳林纸的实际控制人,依托诚通集团的强大平台,岳阳林纸的信用水平将得到政府以及融资对象认可,在承接大型 PPP 项目时,具有同行业其它公司难以企及的资金和信用优势,并享有诚通集团各项资源和平台助力。诚通集团近期和生态景观相关的业务推进,详见附件二。

全资子公司凯胜园林更名为诚通凯胜生态，彰显集团重视支持，拓展未来业务想象空间。2017年4月，诚通集团党委书记、董事长一行调研凯胜园林；2017年7月，凯胜园林完成工商变更登记，公司名称变更为诚通凯胜生态。诚通凯胜纳入中国诚通旗下，成为集团大生态的重要平台。国有背景的支持将为诚通凯胜在PPP等项目方面提供强大助力。并表以来，诚通凯胜陆续中标工程项目，公司造纸园林双主业发展模式正式拉开序幕，未来公司充沛的原材料资源与诚通凯胜的业务市场双向对接，协同效应将充分显现。

## 2.3 宁波 PPP 项目业绩坚实支撑，资金充足落实进展顺利

宁波国际海洋生态科技城重磅合作，业绩盈利坚实支撑。2016年公司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。双方将通过PPP模式，针对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展开合作。在3-5年内项目投资总额初步匡算不低于120亿元人民币，投资金额大。未来几年内诚通凯胜生态的利润将大幅超过收购时承诺的1.09、1.31和1.45亿元，为公司整体业绩提升做出重要贡献。

图 5：2016 年宁波市 PPP 入库项目合计 32 个



资料来源：CPPPC，申万宏源研究

宁波是我国东南沿海的重要港口城市，也是长三角南翼的经济中心。2016年宁波地区生产总值为8560亿元（排名全国第16名、浙江第2名），同比增长7%，达到中上等发达国家水平。2016年，全市财政总收入完成2145.7亿元，同比增长3.4%，其中地方公共财政收入完成1114.5亿元，增长10.5%。梅山和杭州湾是宁波的两个省级产业集聚区。北仑位于宁波市东部，三面环海，是宁波港口的核心区域，15年财政收入达到383亿元。

宁波国际海洋生态科技城金融贸易、生态旅游高成长性产业集群规划。宁波国际海洋生态科技城（梅山保税港区）所在的梅山岛为核心，包括对岸的春晓和郭巨片区，陆域总面积约240平方公里。将以国际贸易物流、海洋金融服务、海洋智能装备、海洋生命健康、

海洋科技文化、滨海生态旅游等六大主导产业群，重点扶持一批高成长性海洋创新型企业，加快培育一批海洋科技类初创企业。口岸优势突出，目前建设 5 个港口泊位，建成保税仓库近 20 万平方米，年吞吐量可达 400 万标准箱以上。

图 6：梅山发展区规划示意图



资料来源：调研纪要，申万宏源研究

主打生态休闲产业，景观园林建设需求颇大。梅山规划建设将凸显出高端时尚的休闲方式、完善的配套服务，环境优越，梅山生态游艇港、国际赛车场等高端休闲项目相继入驻。吸引了包括龙湖地产、世贸集团、美的地产来此投资，商业中心包括龙湖星悦荟等大型商业中心。周边配套资源齐全，商业和民生建设将有效提升配套景观园林的需求。

表 6：宁波国际海洋生态科技城区域行业规划

区域内规划行业	规划内容
国际贸易物流业	全国第5个保税港区，近30万平方米的仓储用房，拥有整车进口口岸平台、进口天然橡胶平台、进口食品冷链物流平台、贸易创新发展平台和跨境电子商务试点区。
海洋金融服务业	梅山金融小镇拥有国内首家民间对冲基金研究院，已经吸引3030家金融、类金融企业入驻。创新发展融资租赁、航运金融、供应链金融、离岸金融等多种新型海洋金融业态，设立民间银行等。
海洋智能装备业	重点发展海洋工程装备、海洋能源设备、通用航空设备、海洋环保设备等海洋新型智能制造产业。
海洋生命健康业	康达医疗产业园项目落户，迈出梅山海洋生面健康产业第一步。总占地2000亩的国际健康产业园，建成后规划年产值逾百亿元。着力打造集生产制造、终端服务、公共平台于一体的海洋生面健康产业链。
海洋科教文化业	文化：中国港口博物馆、国家水下考古基地；教育研究：宁波海洋研究院、国际滨海学校、宁波大学梅山海洋科教园、河海大学梅山研究生院等。
滨海生态旅游	规划千个泊位的全国首个超大型游艇港和占地千亩国际二级赛车场。深化发展海上体育运动、海洋会展博览、近海及海岛度假观光旅游、盐渔农文化游乐、滨海生态生活等海洋服务产业，突出滨海运动休闲主题。

资料来源：调研纪要，申万宏源研究

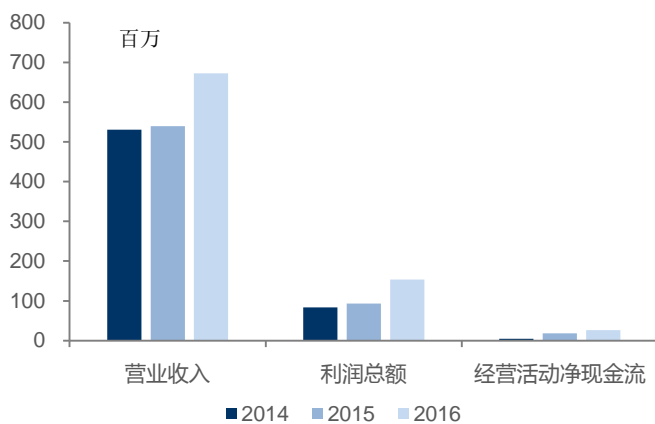
**得天独厚的规划扶持力度，享受诸多特殊优惠政策。**梅山保税港区享有国务院赋予特殊功能政策，同时拥有浙江省政府赋予全省 15 个产业集聚区的优惠政策，是宁波市“十二五”时期重点打造的六大城市新区之一；梅山保税港区管委会根据“一主两持”产业发展规划，对国际贸易、进口汽车整车、类金融等产业发展实行个性化、针对性扶持政策。未来发展目标为千亿级国际贸易岛、财富管理岛、科技创智岛以及蓝海休闲岛。

**政府方面资金充足，确保合作计划顺利落实。**2016 年 3 月，宁波市北仑区政府与国开行宁波分行签署关于“十三五”时期开发性金融银政合作协议，支持生态科技城交通基建、海洋文化等领域，资源给予优先考虑和倾斜支持。目前北仑区自身财政情况良好，2015 年实现财政收入超 300 亿元，充足的资金保障使双方合作顺利进行提供先发条件。

## 2.4 诚通凯胜生态实力资质，生态园林产业增长新引擎

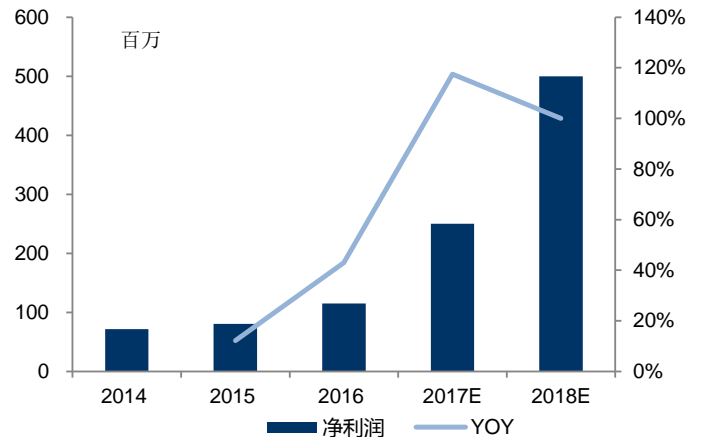
**园林工程经营卓越，流程更加标准化，盈利能力稳步提升。**诚通凯胜生态盈利能力不断提升，毛利率由 2013 年 16.5% 提升至 2016 年 28.12%，公司 2016 全年实现营业收入 6.72 亿元，同比增长 24.6%，净利润 1.15 亿元，同比增长 43.0%，经营活动产生的现金净流量金额为 1803.73 万元。定增后在央企雄厚的背景和强大资本的支持下，园林产业业绩将有望进一步增厚。岳阳林纸资本结构也将得到改善，资金实力和抗风险能力将有所增强。

图 7：诚通凯胜生态营业收入、利润总额、经营活动净现金流



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：诚通凯胜生态净利润稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**诚通凯胜生态承接市政公用项目，PPP 模式稳步推进。**诚通凯胜生态每年承接大量公共服务和市政建设项目，荣获 2016 年度浙江省市政（优质工程）金奖示范工程、2015 年度全国优秀园林工程金奖等殊荣。2014 年起中央政府开始大力推行公共设施建设项目的 PPP 模式，并鼓励各地政府推出大量 PPP 项目。PPP 模式能化解地方债务风险，充分激发

社会资本活力，是投融资体系改革的重要部分，未来将在地方稳步推进。诚通凯胜生态具备实力运营资质，融合岳阳林纸控制人诚通集团央企平台优势，将为其后续对接地方大型PPP项目奠定良好基础，也为公司第二主业的业绩爆发预留想象空间。

核心竞争力和园林资质齐具备，深耕行业前景广阔。诚通凯胜生态作为一家集园林绿化和市政工程为一体的综合性公司，具备城市园林绿化壹级（施工资质）、风景园林工程设计专项甲级（设计资质）、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等多项高级资质，公司在全国范围内承接项目并屡次获奖。由于1992年国务院发布《城市绿化条例》规定，城市绿化工程应当委托持有相应资格证书的单位承担，园林行业管理多年一直延续资质管理方式。2017年全国城市园林绿化企业壹级资质企业共有1411家、全国风景园林设计甲级资质企业有214家（包括东方园林等上市公司），具备共同资质65家，诚通凯胜生态同时具备核心实力、园林设计和施工共同资质，具备良好的发展基础。

表 7：诚通凯胜生态公司园林绿化壹级、园林设计甲级资质、浙江省 3A 企业信誉

公司资质	公司信誉
城市园林绿化壹级	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
市政公用工程施工总承包壹级	职业健康安全管理体系
城市及道路照明工程专业承包壹级	环境管理体系
园林古建筑工程专业承包壹级	质量管理体系
市政（道路工程）专业设计乙级	《中国园林》协办单位
建筑装饰装修工程专业承包贰级	宁波市风景园林学会副理事长单位
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，申万宏源研究

诚通凯胜生态品牌优势，渠道拓展、项目运营有条不紊。2016年公司中标宁波国际马拉松赛事沿线环境整治及形象提升工程，为设计施工一体化项目，2016年10月建成后广为认知提升口碑；2012年公司中标杭州市余杭区良睦路部分路基桥梁工程，同年桐庐县滨江景观（药祖光辉广场区块）工程荣获2012年中国风景园林学会优秀园林工程奖“银奖”。公司在未来园林景观和市政工程中将拥有相较同行更为明显的技术和品牌优势。

图 9：奉化市县江两岸及大成区域园林景观工程



资料来源：公司网站，申万宏源研究

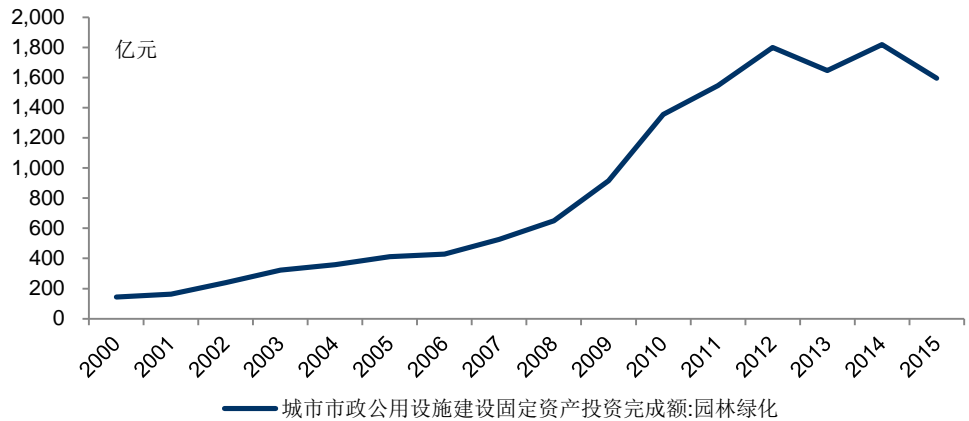
图 10：宁波国际马拉松赛事沿线环境整治及形象提升工程



资料来源：公司网站，申万宏源研究

**收购进入园林行业，实现多项业务协同发展。**岳阳林纸是国内最早“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，促进公司由单一的造纸企业向园林板块业务强的综合性企业转型，最终实现公司长期可持续发展。

图 11：我国城市市政公用园林绿化建设固定资产投资额



资料来源：wind，申万宏源研究

**园林行业前景可观，我国生态领域潜力巨大。**目前园林建设项目数量逐年攀升，园林行业迅速发展，应用领域也逐渐由公园、地产配套园林项目拓展至整个城市绿地系统的规划建设、城市开敞空间的构建、风景名胜管理等诸多领域。在全社会环保意识逐渐增强、政府环保投入增大情况下，我国生态景观市场潜力巨大。园林绿化固定资产投资完成额从2000年143.2亿元到2015年的1594.7亿元，CAGR增长率达17.43%；2014年欧美人均绿化面积达到70平方米，全国绿化委员会发布我国2016年人均绿化面积仅为13.5平

方米，未来园林绿化投资有望继续保持高速增长。诚通凯胜生态具有行业经验及更高水平设计能力，具有竞争优势且发展前景广阔，可挖掘潜力巨大。

**园林业务与房地产相互促进，与林业、造纸相互协同。**随着生活品质的不断提升，现下的房地产项目，无论是住宅、商业还是旅游地产，都更为注重配套设施和绿化建设。岳阳林纸可利用收购完成后园林业务优势进行房地产项目的配套设施以及园林建设，创造优质居住体验，相辅相成。同时公司原有上游林地、林木资源以及树苗草苗培育能力，将为园林业务发展提供更好的沃土与支持，发挥业务协同作用，创造更多的利润增长。

**表 8：诚通凯胜生态上海、浙江苗圃基地**

基地		苗圃简介
上海苗圃	上海川沙苗圃	该苗圃位于上海市浦东区川沙镇旗杆村，占地面积400亩，主要品种有罗汉松、银杏、香樟、无患子、榉树、国槐、金桂、红枫等。
	昆亭苗圃	该苗圃位于宁波市北仑区春晓镇昆亭村，占地面积约为300亩，主要品种有大金桂、造型罗汉松、大香樟、香泡、大榉树、白玉兰、广玉兰等
浙江苗圃	沿山苗圃	该苗圃位于宁波市北仑区沿山公路以北路段，以及农业园区1号路沿线，占地面积达600亩，主要品种有造型罗汉松、造型榆树桩、大香樟、无患子、黄山栾树，另外还有一些国外引进品种，如挪威槭、白蜡“紫秋”、糖槭、东京樱花等。
	大碛苗圃	该苗圃位于宁波市北仑区大碛富春江路、沿山公路以南以及灵峰山路等范围，为新建苗圃，占地面积约为200亩，主要品种为大香樟、各类小乔木、金桂球、红果冬青等。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**图 12：和风江岸工程**



资料来源：公司网站，申万宏源研究

**图 13：桐庐县滨江景观工程**



资料来源：公司网站，申万宏源研究

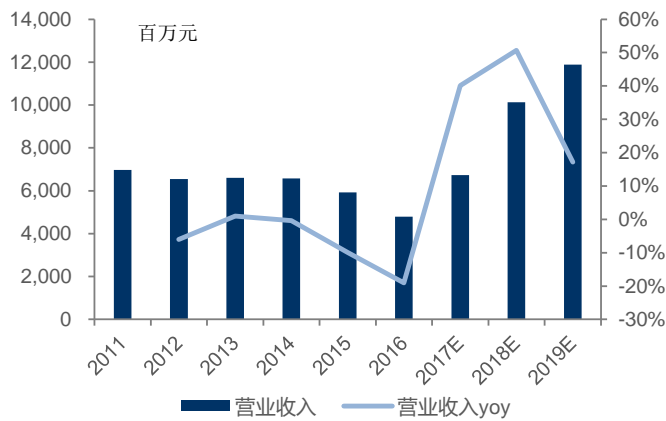


### 3. 剥离较弱制浆业务，造纸主业弹性凸显

#### 3.1 造纸主业企稳回升，产能升级、产品优化渐入佳境

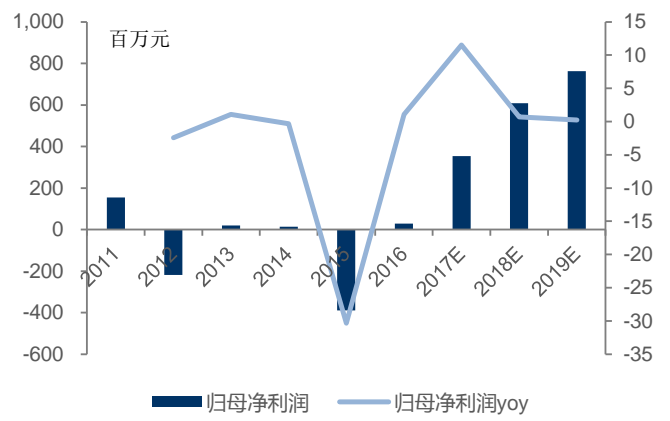
供给侧改革淘汰落后产能，环保力度升级，造纸业务供求形势好转。公司业务主要以机制纸的生产和销售为主、林木种植为辅的全产业链结构，机制纸品分为印刷用纸、办公用纸（复印纸）、工业用纸、包装用纸。公司积极寻求产能优化，剥离盈利不佳的制浆业务、搬迁升级湘江包装纸业务，调整产品结构，造纸主业随纸价上涨趋势企稳回升。

图 14: 岳阳林纸营业收入和增速, 2016 年实现收入 47.99 亿元



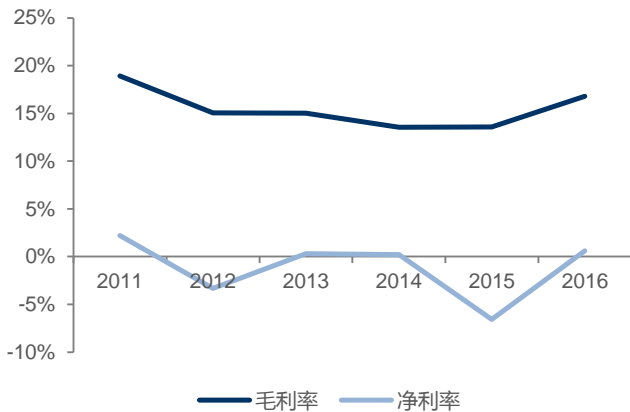
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15: 岳阳林纸归母净利润和增速, 2016 年实现归母净利润 2822.86 万元



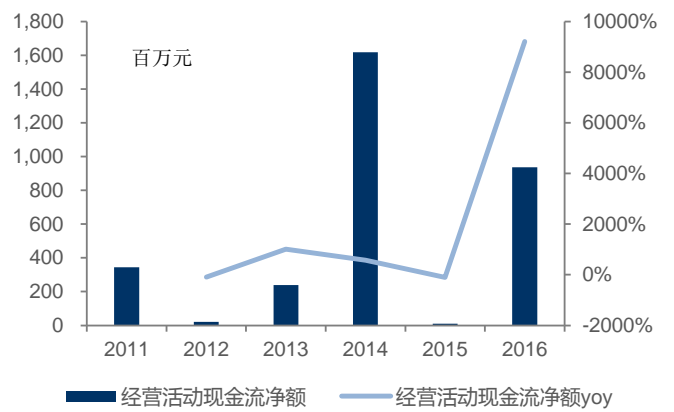
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16: 岳阳林纸毛利率与净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17: 岳阳林纸经营性现金流量净额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

受益于造纸价格上涨利好，公司业绩和现金流改善明显。公司 2016 年实现收入 47.99 亿元，同比减少 19.1%，主要系骏泰浆纸置出上市公司及湘江纸业搬迁所致；归母净利润 2822.86 万元，子公司永州湘江搬迁，其 2016 年净利润-8,598.93 万元，拖累公司当年整体业绩表现。2016 年制浆造纸业务毛利 14.8%，增长 2.4 个百分点。公司 2016 年末纸产

品库存较年初减少 3.04 万吨，应收账款下降 1.80 亿元，经营现金流也改善明显。公司通过全面预算管理、挖潜降耗等措施，造纸成本同比下降。公司顺利完成凯胜收购，预计 2017 年实现收入 6726 亿元，同比增长 40.2%，归母净利润 3.53 亿元，同比增长 1151.7%。

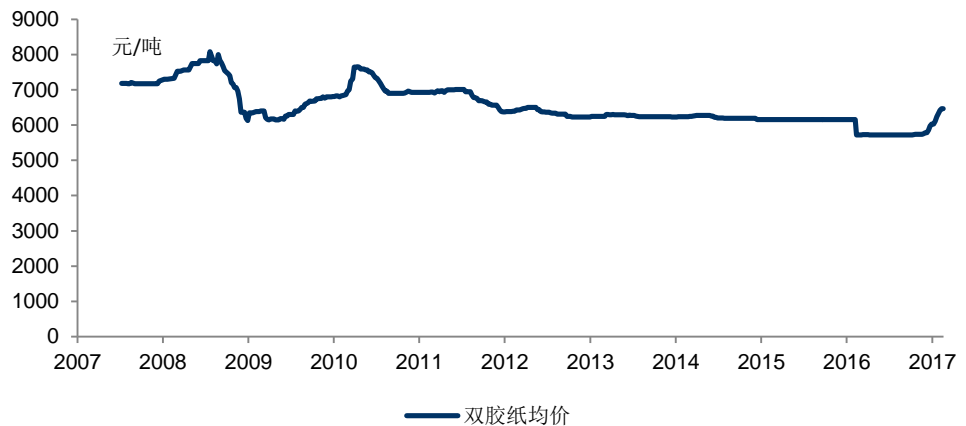
表 9：公司造纸和化工板块产能概况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
岳阳市城陵矶	纸产品83万吨/年	104.96	子公司湘江纸业的包装纸生产线部分搬迁至岳阳本部	2017年
怀化市洪江区	27.5%浓度12万吨/年、50%浓度3万吨/年过氧化氢溶液	107.47	无	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**造纸行业整体筑底回升，环保政策和规模效应促进龙头发展。**造纸行业经历 2010 年产能扩张导致过剩出清，2014 年起造纸固定资产投资增速锐减，2015 年造纸固定资产投资完成额 2812.55 亿元，同比仅增长 0.56%，行业步入筑底弱复苏阶段。行业产能供给收缩，由于造纸行业净资产收益率明显低于其他行业，新资本进入动力不强；环境政策收紧，环保力度加大，小企业污染处理成本高、融资难；环保督查加速落后产能淘汰。岳阳林纸作为文化纸旗舰企业，规模化优势和集中度提升优势凸显。

图 18：双胶纸 2007-2017 年均价趋势



资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

### 3.2 其他版块竞争力不断提升，转型升级盘活林业资源

**公司加大管理力度，旗下其他板块升级提高竞争力：**

**包装用纸：**为了应对国内包装纸市场竞争因素，公司关停转迁了包装纸生产的湘江纸业，其成立于 1958 年，2001 年并入泰格林纸集团，2007 年被岳阳林纸收购，主要生产高档包装纸与纸板，年产量 21 万吨，为岳阳林纸重要利润来源之一。2015 年 10 月起

将迁至母公司统一管理，原升级建设期为 2.5 年，现预计 2017 年末实现部分完工，产能利用更为合理，成本控制得到优化。

**林业板块：**林业公司转型升级，通过采取重点工作项目化管理、强化内部管理，发展林业新业态。通过加大产业关联度大，带动地方经济发展，林纸一体化还带动运输、加工业等相关产业发展。茂源林业 2016 年实现营业收入 3.39 亿元，净利润 3,728.52 万元。森海林业 2016 年实现营业收入 2.05 亿元，净利润 117.82 万元。

**化工板块：**怀化双阳林化有限公司成立于 2007 年，原为骏泰浆纸的全资子公司，主要从事过氧化氢(双氧水)年生产双氧水能力达 15 万吨，为西南地区双氧水生产龙头，2016 年着力开拓广西、广东、贵州等销售市场，聚合氯化铝产品成功拓展贵州市场。2016 年实现营业收入 1.59 亿元，净利润 1,508.20 万元。

**表 10：岳阳林纸林业资产（截至 2015 年底）**

	茂源林业	森海林业
<b>林木资产</b>	<b>115.32万亩</b>	<b>76.93万亩</b>
杨木	66.69万亩	
松木	42.41万亩	73.43万亩
其他林木	6.22万亩	3.50万亩
<b>总资产</b>	<b>28.82亿元</b>	<b>5.97亿元</b>
<b>净资产</b>	<b>10.30亿元</b>	<b>1.83亿元</b>
<b>净利润</b>	<b>3341.18万元</b>	<b>254.01万元</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**适度盘活林木资源，创造新的增长点。**公司拥有自营纸材林基地约 200 万亩，加上订单、合作造林、收购青山等营林模式，可控林业资源超 500 万亩，实现以林促纸、以纸兴林发展的良性循环，被国家林业局评为国家级农业产业化龙头。2014 年起，岳阳林纸实施林业产业转型，建设绿化苗木基地，开拓公司林业产业发展新渠道，同时林业子公司积极探索林地流转等创新模式。林地流转是将林地的使用权变成商品进入流通领域，盘活林业资源。

**表 11：相关上市公司林木资产对比**

上市公司	林木资产（万亩）
岳阳林纸	林权200+可控林500
晨鸣纸业	林权200
永安林业	林权96+可控林182+规划182
升达林业	林权10+可控林17+规划100
威华股份	林权46+可控林65+规划175
青山纸业	林权51.7+可控林61.1+规划160

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**政策鼓励金融推进林业生态建设，加大林业产业发展。**发改委 2017 年发布《关于进一步利用开发性和政策性金融推进林业生态建设的通知》，金融机构通过有效方式为林业

项目提供优质金融服务，为林业政策贷款项目提供长周期、低成本的资金支持，并鼓励社保基金等大型机构投资者投资林业，支持地方林业生态保护和产业发展。从 2016 年起我国开始全面实施国家储备林制度，逐步停止天然林商业性采伐。木材供需缺口将进一步扩大，林木资源价值得到进一步显现。

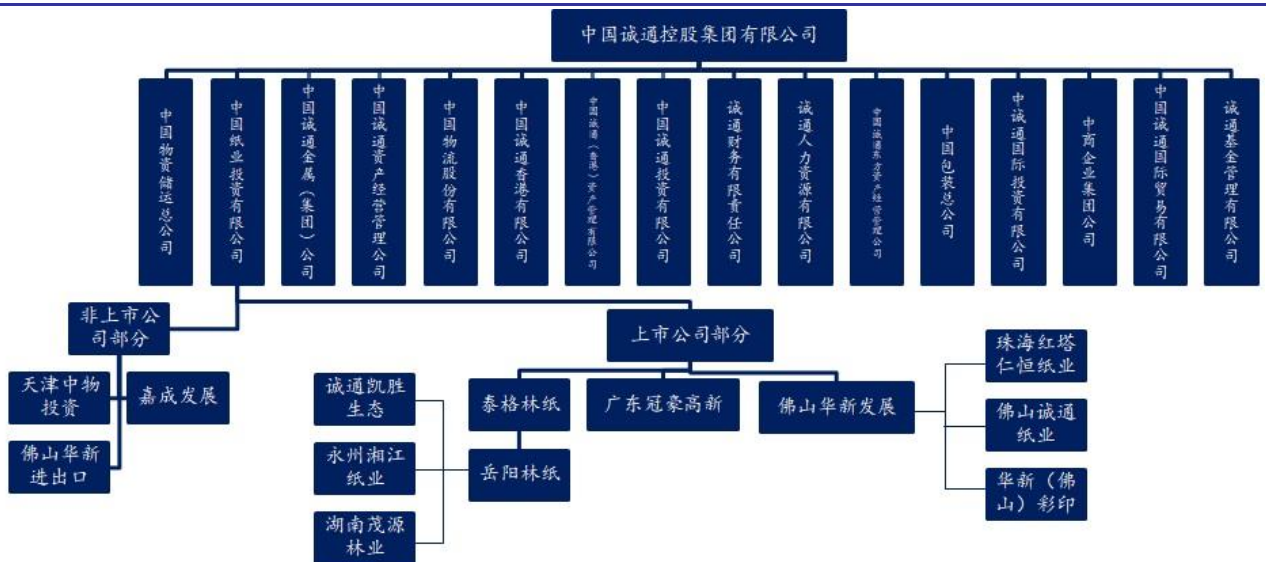
## 4. 国企改革稳步推进，员工持股提高凝聚力

### 4.1 国企改革继续深化，诚通成为国资运营试点

岳阳林纸实际控制人诚通集团，首批国有资产运营试点。2016年2月，国务院国有企业改革领导小组确定诚通集团为国有资本运营公司试点。目前“国家国有企业结构调整基金”的组建工作也在顺利进行，未来改革内容包括将资产转换为资本形态，加强资本管控，规范资本运作等战略思路，有望为岳阳林纸后续的进一步产业转型助力。

完善国有资管体制，国企改革继续深化。2015年9月，国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，重点提及分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制等改革方向。2014年7月份国资委推出首批6家央企改革试点，分别进行国有资本投资运营、混合所有制经济等四项改革，并掀起一轮央企改革热潮，并围绕董事会职权、兼并重组、混合所有制改革等十项内容进行。

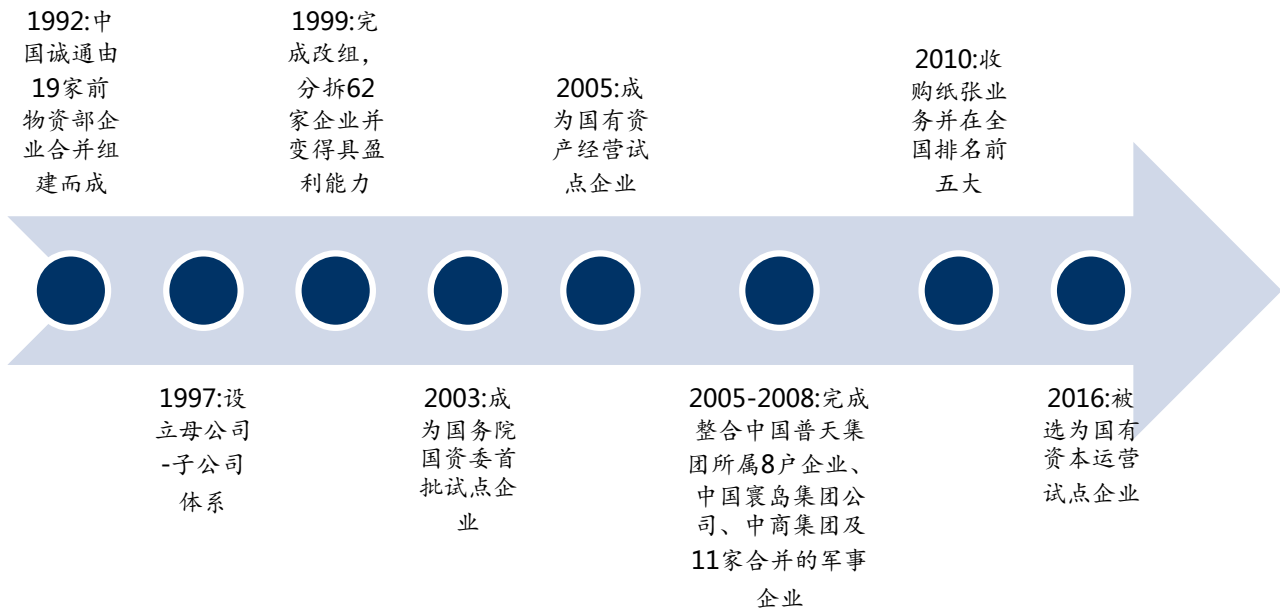
图 19：诚通集团组织结构



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

诚通控股实力雄厚，参股多家上市公司。中国诚通成立于1992年，由原国家物资部直属物资流通企业合并组建而成，曾在计划经济时期担负国家重要生产资料指令性计划任务，发挥流通主渠道和“蓄水池”作用。集团总资产近1000亿元，拥有13个二级公司、280家子企业位于全国、香港特区、俄罗斯、英国等地。控股6家上市公司，参股多家上市公司，集团为中国500强企业第221位，位居物流仓储服务业前三。诚通旗下平台诸多，未来会通过各平台资源相互借力，带来更多项目机遇。

图 20：诚通集团发展历史

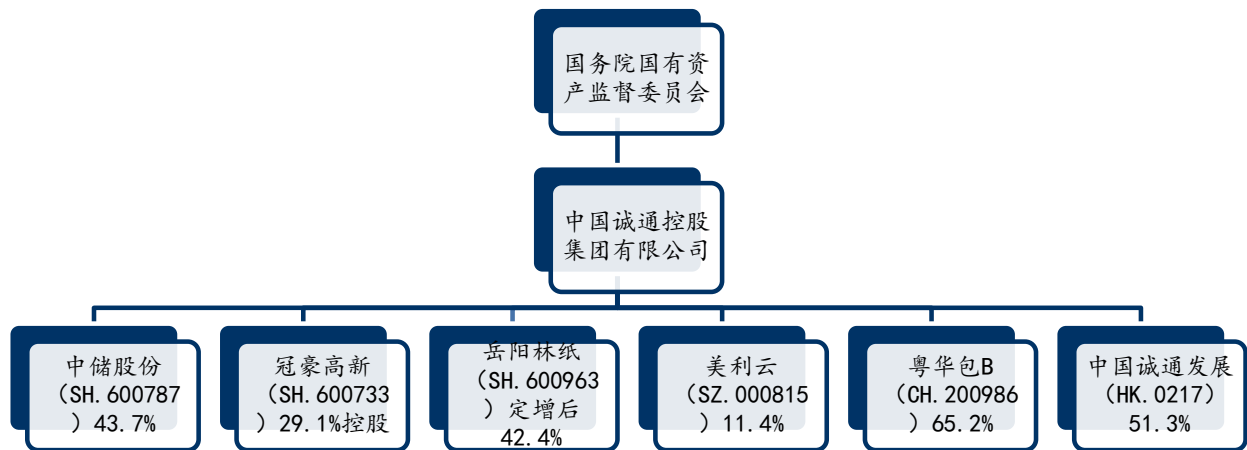


资料来源：公司官网，百度百科，申万宏源研究

**探索央企资产运作市场化，接收托管多家企业。**国资委确定中国诚通作为国有资产经营公司试点企业，按市场原则搭建国有资产重组和资本运作平台，探索央企非主业及不良资产市场化、专业化运作和处置路径。自2005年以来，诚通集团先后分12批接收了6户中央企业和13户中央企业直属企业，共涉及企业403家，资产386.4亿元，净资产-45.4亿元，职工总数4.7万人。其中，托管中国普天集团下属的8家困难企业，中国寰岛集团、中国唱片总公司、中国国企合作公司和华诚投资管理公司等所属的70多家各类企业，人员1.8万人，接收账面资产30.14亿元。

**国有企业调整基金成立，优化国有资本布局。**2016年诚通参与中石化国勘公司多元化改造，托管中国铁路物资总公司，参股国源煤炭资管。携手中国邮储银行、招商局集团、中国石化等9家集团，设立国内规模最大私募股权投资基金，即国有企业结构调整基金。基金总规模为3500亿元，首期募集资金1310亿元，其中80%资金将用于国企结构调整。未来基金将协助国有企业实现结构调整和转型升级，重点支持央企行业整合、产能调整及国际并购等项目，提升产业集中度及资本配置效率，丰富诚通集团资本运作经验，优化国有资本布局结构，同时也为旗下公司带来坚实资金支持。

图 21：诚通集团旗下上市公司持股情况



资料来源：wind，申万宏源研究

**积极推行改革，岳阳林纸树立样板上市公司。**岳阳林纸作为诚通集团下属企业改革先驱，资产重组、产业转型和混合所有制改革等工作已经深入开展。通过与泰格林纸资产置换及对诚通凯胜生态的收购，岳阳林纸初步完成了产业转型和不良资产的剥离。**未来随着央企改革工作的进一步推进，岳阳林纸将成为诚通集团央企改革样板和品牌上市公司，产业转型和资产重组也将继续顺利推进，实现业绩快速增长。**

## 4.2 推行混合所有制改革，骨干员工持股提升凝聚

**响应国企改革精神，推行员工持股计划，提升团队凝聚力。**岳阳林纸于本次定增方案中，加入了骨干员工持股计划，设立的中信证券岳阳林纸员工持股计划 1 期定向资产管理计划。发展混合所有制经济，响应中央政府对深化国企改革的要求。员工持股计划认购公司人民币 3630.52 万元，认购股份 562 万股。参加本员工持股计划的员工总人数为 223 人。参加本员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员合计 12 人，其中董事 1 人、监事 4 人、高级管理人员 7 人，除公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员外的其他核心业务骨干合计为 211 人。本员工持股计划的存续期限为 48 个月，自公司公告标的股票登记至资产管理计划名下时起算。其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。本次员工认股计划，人均数额较大，有效统一管理层和骨干员工利益，加强国企向心力，增强团队凝聚力，提升企业管理和工作效率；积极推进并深化混合所有制改革，建立员工持股的长效机制，从而更好地促进公司稳健可持续发展。

**引入非国有资本，进入混合所有制改革阶段。**公司非公开发行 A 股的方案中，共有 7 名法人、自然人或其他投资者。其中，除岳阳林纸员工持股计划 1 期资管计划外，新海天、长沙深远财务、刘建国均为非国有资本，认购份额分别为 2500 万股、150 万股、9000 万股，具有一定的影响力，加强了向混合所有制转型进程，对公司改革和转型有着较强推动和监督作用。

## 4. 投资建议与盈利预测

**估值方法：**

**我们采用造纸板块和园林板块分部估值法：**

根据造纸行业可比公司情况，平均吨产能市值为 5637 元。公司目前产能为 85 万吨，我们保守按照行业 60%的折价给予公司造纸板块 29 亿元市值。

据我们跟踪，主要园林上市公司 17 年的业绩增速平均为 49%（岳纸为 108%），18 年园林上市公司业绩平均增速为 38%（岳纸为 45%），17-19 年岳纸园林业务的 CAGR 为 73%（主要园林上市公司为 43%），远高于园林行业平均。

我们认为岳纸凭借大股东诚通集团平台，新切入园林业务，近几年呈现更高的成长性；且作为唯一的央企背景园林上市公司，后续 PPP 业务拓展具有更大的想象空间；应给予更高的估值溢价，给予一年园林业务目标市值 125 亿（18 年园林板块 5.2 亿利润\*25 倍估值），加之造纸部分对应市值 29 亿（根据行业吨产能市值平均值\*60%的折价），岳阳林纸整体目标市值合计为 154 亿（11.00 元）。

**表 12：造纸板块可比公司吨产能市值**

名称	股价	总市值（亿元）	产能（万吨）	吨产能市值（元）
太阳纸业	8.09	205	302	6793
山鹰纸业	4.67	213	305	6969
景兴纸业	6.28	71	151	4699
博汇纸业	6.04	81	198	4088
平均值	-	142	239	5637

资料来源：wind，申万宏源研究

**表 13：园林板块可比公司平均 PE 和 PEG 水平**

行业	公司简称	总市值 亿元	PE			业绩 YOY	
			16A	17E	18E	17E	18E
生态园林	东方园林	501	39	25	18	55%	40%
	铁汉生态	187	36	23	17	55%	40%
	蒙草生态	177	52	35	25	50%	40%
	岭南园林	112	43	32	24	35%	30%
	平均		42	29	21		

资料来源：wind，申万宏源研究

定增收购诚通凯胜顺利完成，凯胜 PPP 项目、园林项目纷至沓来，公司进一步向大生态业务转型升级。行业层面环保督查加强，供给侧收缩，造纸盈利触底改善。公司积极调整造纸产能结构，子公司湘江纸业搬迁预计 2017 年下半年完工，进一步增厚业绩。公司定增收购诚通凯胜顺利完成，迅速推进 PPP 园林项目落地，执行力强。大股东诚通集团首批



国资运营试点，3500 亿国企结构调整基金依托，有望助力岳阳林纸后续项目推进、产业升级。三年期定增价格 6.46 元安全边际，高管员工持股激发团队活力，引入非国有资本实现混改。维持公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.44 元和 0.61 元（净利润为 3.51 亿，6.21 亿，8.56 亿，其中造纸部分均为 1 亿利润，其余为园林），2017-2019 年的复合增速为 56%，目前股价（8/17 收盘 8.41 元）对应 2017-2019 年 PE 分别为 34 倍、19 倍和 14 倍，公司凭借央企背景，未来以园林为基础的大生态项目发展前景广阔，给予目标市值 154 亿（对应股价 11 元），其中造纸部分对应市值 29 亿（根据行业吨产能市值平均值\*60%的折价），园林部分给予 18 年 25 倍估值（园林 5 亿利润\*25 倍估值）为 125 亿市值，维持买入！

**表 14：园林行业标的盈利预测及估值表（更新至 2017-8-17）**

行业	代码	公司简称	总市值 亿元	总股本 百万股	16收入	EPS			PE			PB17
						16A	17E	18E	16A	17E	18E	
生态 园林	002310.SZ	东方园林	501	2,681	8,564	0.48	0.75	1.05	39	25	18	4.5
	300197.SZ	铁汉生态	187	1,520	4,573	0.34	0.53	0.75	36	23	17	3.2
	300355.SZ	蒙草生态	177	1,604	2,861	0.21	0.32	0.44	52	35	25	5.5
	002717.SZ	岭南园林	112	414	2,568	0.63	0.85	1.11	43	32	24	3.8

资料来源：wind，申万宏源研究

**表 15：造纸行业标的盈利预测及估值表**

行业	代码	名称	股价	总股本 百万股	总市值 亿元	EPS			PE			BVPS	PB	评级
			2017/7/17			16A	17E	18E	16A	17E	18E			
造纸	000488	晨鸣纸业	16.15	1936	259	1.07	1.65	1.81	15	10	9	11.8	1.4	增持
	002078	太阳纸业	8.09	2536	205	0.42	0.63	0.75	19	13	11	3.3	2.5	增持
	600963	岳阳林纸	8.41	1398	118	0.02	0.25	0.43	416	33	19	5.4	1.6	买入
	600567	山鹰纸业	4.67	4551	213	0.08	0.33	0.40	60	14	12	2.0	2.3	买入
	002511	中顺洁柔	13.32	758	101	0.34	0.48	0.62	39	28	21	3.6	3.7	增持
	002521	齐峰新材	9.87	495	49	0.29	0.42	0.61	34	23	16	6.8	1.5	增持
	600356	恒丰纸业	9.97	299	30	0.32	0.32	0.37	31	31	27	6.7	1.5	增持
	002067	景兴纸业	6.28	1128	71	0.28	0.44	0.58	22	14	11	3.1	2.1	增持
	600966	博汇纸业	6.04	1337	81	0.15	0.42	0.45	40	14	13	3.4	1.8	中性
	600308	华泰股份	6.82	1168	80	0.16	0.43	0.46	44	16	15	5.8	1.2	中性

资料来源：wind，申万宏源研究

表 16：岳阳林纸盈利预测模型

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	6801.42	5929.11	4798.57	6725.75	10336.24	12797.62
二、营业总成本	7062.86	6523.16	4886.31	6399.91	9633.95	11780.09
其中：营业成本	5828.27	5123.39	3993.08	5067.69	7449.32	9101.57
营业税金及附加	37.68	28.76	37.74	67.26	124.03	179.17
销售费用	276.95	259.49	202.23	295.93	506.48	627.08
管理费用	387.97	620.03	374.78	605.32	981.94	1202.98
财务费用	522.40	443.76	202.81	266.08	467.17	564.29
资产减值损失	9.59	47.74	75.66	97.63	105.00	105.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	4.24	5.19	6.45	7.00	9.00	8.00
三、营业利润	-257.20	-588.86	-81.28	332.84	711.30	1025.54
加：营业外收入	372.52	211.61	127.24	120.00	120.00	120.00
减：营业外支出	7.17	2.11	3.87	5.00	6.00	7.00
四、利润总额	108.15	-379.36	42.09	447.84	825.30	1138.54
减：所得税	45.21	10.61	13.86	96.98	204.07	282.63
五、净利润	62.94	-389.98	28.23	350.85	621.22	855.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	62.94	-389.98	28.23	350.85	621.22	855.90
六、基本每股收益	0.01	-0.37	0.03	0.34	0.60	0.82
全面摊薄每股收益	0.05	-0.28	0.02	0.25	0.44	0.61

资料来源：wind，申万宏源研究

表 17: 岳阳林纸收入拆分预测模型

收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总收入</b>	<b>6,583</b>	<b>5,929</b>	<b>4,799</b>	<b>6,726</b>	<b>10,336</b>	<b>12,798</b>
YoY	0%	-10%	-19%	40%	54%	24%
1、造纸及纸制品	4,533	4,286	3,837	4,029	4,231	4,442
2、凯胜园林				2,300	5,650	7,812
3、浆板	1,647	1,195	608	0	0	0
4、化工	84	116	122	152	190	238
5、房地产		83	33	36	47	66
6、建安劳务		59	42	46	60	84
7、木材	58	24	17	12	8	6
8、浆						
9、其它	261	166	139	150	150	150
<b>成本</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>总成本</b>	<b>5,691</b>	<b>5,123</b>	<b>3,993</b>	<b>5,068</b>	<b>7,449</b>	<b>9,102</b>
YoY	1%	-10%	-22%	27%	47%	22%
1、造纸及纸制品	3,849	3,622	3,182	3,304	3,465	3,647
2、凯胜园林				1,495	3,673	5,078
3、浆板	1,572	1,182	607	0	0	0
4、化工	57	75	73	91	114	143
5、房地产		68	29	32	43	58
6、建安劳务		55	40	44	57	80
7、木材	51	20	16	11	8	6
8、浆						
9、其它	163	101	46	90	90	90
<b>毛利</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>总毛利</b>	<b>892</b>	<b>806</b>	<b>805</b>	<b>1,658</b>	<b>2,887</b>	<b>3,696</b>
YoY	-10%	-10%	0%	106%	74%	28%
1、造纸及纸制品	684	664	655	725	766	795
2、凯胜园林				805	1,978	2,734
3、浆板	75	13	1	0	0	0
4、化工	27	41	49	61	76	95
5、房地产		15	4	4	5	8
6、建安劳务		3	2	2	2	3
7、木材	7	4	1	1	1	0
8、浆						
9、其它	98	65	94	60	60	60

资料来源：申万宏源研究

表 18：岳阳林纸造纸和园林板块收入拆分预测模型

1、造纸及纸制品	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	4,533	4,286	3,837	4,029	4,231	4,442
YoY	-2%	-5%	-10%	5%	5%	5%
成本	3,849	3,622	3,182	3,304	3,465	3,647
毛利	684	664	655	725	766	795
毛利率	15.1%	15.5%	17.1%	18.0%	18.1%	17.9%
<b>2、凯胜园林</b>						
收入				2,300	5,650	7,812
YoY					146%	38%
2.1 常规业务			1,100	1,300	1,400	1,512
YoY				18%	8%	8%
2.2 PPP业务				1,000	4,250	6,300
2.2.1 宁波项目				1,000	3,500	5,000
2.2.2 湖南项目					500	800
2.2.3 南宁项目					250	500
成本				1,495	3,673	5,078
毛利				805	1,978	2,734
毛利率				35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：申万宏源研究

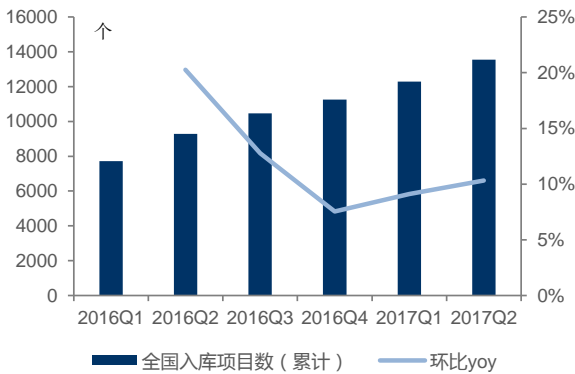
## 5. 附录和附表

### 5.1 附录一：PPP 模式逐入佳境，生态园林渐成热点

**PPP 模式政企深度合作，项目择优风险弱化，提升各方运营实力。**PPP 模式将部分政府责任以特许经营权方式转移给企业，通过建立 SPV 专项项目管理公司进行公用事业投资运作。多方参与，建立利益共享、风险共担的合作体形式，创造“1+1>2”高效运营。相比普通项目融资，PPP 具有促进民生和可持续发展的优势，项目时长一般超过 10 年，参与方获取稳定收益，激励各方持续跟进和管理。

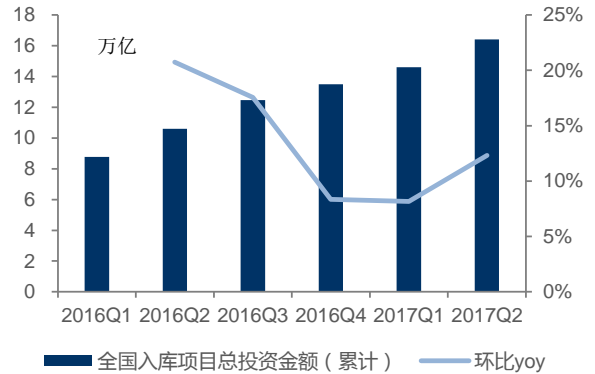
**PPP 项目入库规模大、落地率持续提升，市场资源有效配置。**财政部 PPP 中心数据，截至财政部统计显示：截至 2017 年 6 月末，全国 PPP 入库项目共计 13554 个，总投资额达 16.4 万亿元，覆盖全国 31 个省，19 个行业领域，PPP 项目需求还在持续加大。落地率保持稳定提升，政企合作的优势逐渐显现，有效发挥市场资源配置效应。

图 22: PPP 项目全国累计入库项目数



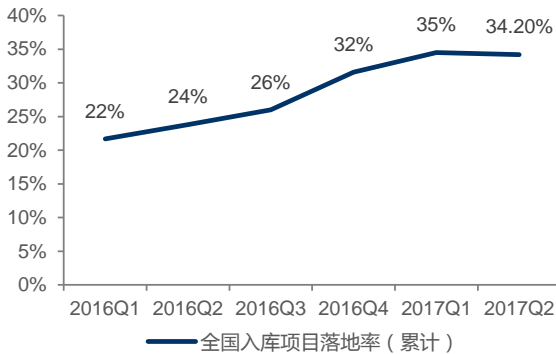
资料来源：财政部 PPP 中心，申万宏源研究

图 23: PPP 项目累计投资金额



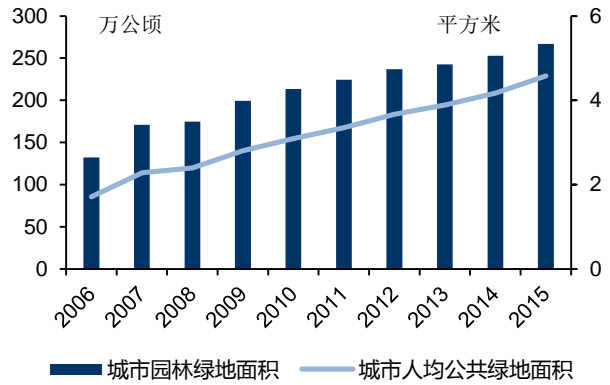
资料来源：财政部 PPP 中心，申万宏源研究

图 24: PPP 项目全国入库项目累计落地率



资料来源：财政部 PPP 中心，申万宏源研究

图 25: 2006-2015 年城市园林绿地面积及人均绿地面积



资料来源：Wind，申万宏源研究

**政企积极参与项目调研、深度绑定后续运营管理。**目前我国运营的 PPP 模式相对于传统的 BOT 模式，有利于政府借助更多资源推进项目进度，后续运营更有保障，而企业前期就参与到项目尽调，缩短周期和成本，有利于引进先进技术和经验，诠释“共同参与、风险共担”的可持续互惠目标。

**市政工程、城市建设成主流，生态环保项目持续升温。**市政工程、交通运输、生态环保为 PPP 热门项目，其中示范项目中生态环保重视程度提升至第三取代城市综合开发（截止 2017 年一季度，464 个落地示范项目中，生态建设和环境保护类 39 个，占 8.4%）。生态环保项目符合我国“十三五规划”发展方向，在当前环保问题日益受到关注时，具有显著的民生效应。

**岳阳林纸背靠诚通央企优势，PPP 项目更受政策支持。**财政部公布自 2016 年起，PPP 项目采用项目奖励方式鼓励大规模投资，因此岳阳林纸在资金规模上相较于其它大部分园林企业具有领先优势，将受到政府方的青睐。此外，随着中央政府一系列政策和措施的大力推进，财政部出台的 PPP 项目奖补政策明确，PPP 项目发展得到政策资金支持，已逐步成为政府主导工程项目的主要建设方式。

**表 19：财政部政策对 PPP 示范项目以奖代补明细**

投资规模	奖励金额
3 亿以下	300 万
3 亿元（含 3 亿元）至 10 亿元	500 万
10 亿元以上（含 10 亿元）	800 万

资料来源：财政部，申万宏源研究

**生态环保大主题，政策助推板块热度持续、发展迅速。**发改委、环保部出台多项生态环保政策，促使我国生态保护、节能减排、水污染治理等环保领域不断发展，发改委《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》预计，“到 2020 年，环保产业产值超过 2.8 万亿元，培育 50 家以上产值过百亿的环保企业”，生态环保行业市场空间潜力颇大，生态环保 PPP 将从政策面、需求面、供给面、资金面四个角度取得关注支持。

## 5.2 附录二：诚通集团近期战略布局

### 1. 诚通集团成立雄安小组，与俄合作布局“一带一路”

实际控制人中国诚通集团成立雄安工作小组，参与新区大生态建设。根据 4 月 14 日的诚通官网新闻

（[http://www.cctgroup.com.cn/wwwroot/c\\_000000020002/d\\_64475.html](http://www.cctgroup.com.cn/wwwroot/c_000000020002/d_64475.html)），2017 年 4 月，诚通集团成立了雄安工作领导小组，由董事长马正武亲自坐镇，参与雄安新区绿

色生态建设，进一步明确了参与新区建设的总体思路，并成立若干专项工作小组，紧密跟进雄安新区建设发展规划，研究提出积极参与新区建设的具体落实方案，有效明晰权责，提高工作效率。雄安新区发展需求空间大，未来可开发价值凸显。

图 26：中国诚通关于雄安新区建设的新闻

中国诚通集团坚决拥护以习近平同志为核心的党中央战略决策  
研究提出积极参与雄安新区建设的思路举措

来源：集团总部 作者：集团总部 发布时间：2017/4/14 18:20:29

4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。4月5日，中国诚通集团党委书记、董事长马正武，党委副书记、董事、总经理朱碧新对集团落实党中央、国务院决策作出部署，要求集团党政班子成员、总部各部门和各二级公司抓紧传达学习通知精神，研究贯彻落实措施。4月14日，集团党委召开专题会议，进一步传达学习中共中央、国务院关于设立河北雄安新区的通知精神，提出诚通集团积极参与雄安新区建设的思路举措。

资料来源：诚通集团官网，申万宏源研究

实际控制人诚通集团积极布局“一带一路”重要节点城市，或带来巨量潜在市场。集团所有的莫斯科格林伍德国际贸易中心作为“一带一路”节点城市的重要项目，每年拉动中俄两国贸易额约 20 亿美元，成为中俄经贸合作中一个重要的平台和抓手。2017 年 4 月俄罗斯总统经济顾问谢尔盖·格拉济耶夫一行到访诚通集团，表示愿与诚通集团进一步拓宽合作领域。2017 年 7 月董事长马正武参加会议时与俄联邦林业协会就产业基金合作签署了合作备忘录，双方就合作达成了阶段性共识，为将来拓展更大的潜在市场打下伏笔。

图 27：中国诚通、中国纸业及诚通凯胜生态业务开拓



资料来源：百度新闻，申万宏源研究

## 2. 中国纸业开拓森林小镇业务，与新疆园林商会合作

大股东中国纸业联姻新疆园林商会，“一带一路”生态布局新篇章。2017年5月，中国纸业投资与新疆园林商会签订新疆区域PPP项目战略合作协议，实践布局“一带一路”战略。纸业和园林的跨界联姻，充分整合双方优势，开拓“一带一路”业务疆土，进行PPP项目相关投资、建设和运营，借力“丝绸之路”的建设推进和政策鼓励，有效拓展双方经营辐射度和业务客群、提升竞争实力。随“一带一路”战略持续推进，新疆地区长期投资前景颇为广阔，为PPP提供历史机遇；新疆城镇化率46%，比全国低8.7个百分点，城镇化趋势有效提升市政工程、生态园林项目需求。

中国纸业与国家林业局达成战略合作，森林小镇业务继续开拓前景可期。国家林业局为深入推进国有林场、林区的供给侧改革，开展森林特色小镇建设试点工作。2017年6月，母公司中国纸业与其达成战略合作协议，设立“中国森林特色小镇建设发展基金”，共同推进森林特色小镇建设。通过合作，中国纸业既能保证自身木材供给，还能兼顾森林资源培育、国有林场林区基础设施建设。公司不仅能够分享更丰富的林苗资源，作为母公司旗下唯一上市的园林生态平台，未来项目订单也将得到有力保证。



## 附表

表 20：我国出台的 PPP 相关政策法规

日期	部门	政策
2014	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》
	国务院	《关于加强地方政府性债务管理的意见》
	发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》
2015	发改委、国家开发银行	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》
	发改委、财政部等	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》
	财政部	《关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》
	财政部、发改委	《关于进一步共同做好政府与社会资本合作 (ppp) 有关工作的通知》
	住建部	《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》
2016	国务院	《国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知》
	国务院	《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》
	国资委、财政部	《企业国有资产交易监督管理办法》
	发改委	《关于国家高速公路网新建政府和社会资本合作项目批复方式的通知》
	发改委	《关于请报送传统基础设施ppp项目典型案例的通知》
	财政部	《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》
	发改委	《传统基础设施领域政府和社会资本合作 (ppp) 项目库管理暂行办法》 (试行)
发改委、证监会	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作 (ppp) 项目资产证券化工作的通知》	

资料来源：百度，申万宏源研究

表 21：诚通凯胜生态及园林板块上市公司拥有行业资质明细

公司资质	凯胜园林	铁汉生态	棕榈园林	蒙草园林	普邦园林	岭南园林
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）专业设计乙级	√					
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	√					
环保工程专业承包资质	√	√			√	
体育场地设施工程专业承包叁级	√					√
建筑行业（建筑工程）甲级证书		√	√		√	
城乡规划编制乙级资质			√			
水污染防治工程设计甲级		√				
大气污染防治工程设计乙级		√				
物理污染防治工程设计乙级		√				
造林工程规划设计乙级资质		√				
旅游规划设计资质		√				
地质灾害治理工程施工				√		
工业废水处理二级		√				
环境影响评价乙级		√				
造林工程施工乙级		√				
喷泉水景企业乙壹级		√				
广东省环境污染治理资格：固体废物乙级		√				
古建筑工程专业承包		√				
地基基础工程专业承包		√				
市政公用工程施工总承包三级			√		√	√
林业有害生物防治公司丙级			√		√	
高新技术企业			√		√	√
高新技术产品认定						√
城市及道路照明工程专业承包叁级						√
城乡规划编制丙级						√
危废处置资质						

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**表 22：我国出台的生态环保相关政策法规梳理**

日期	部门	政策
2012	环保部	《“十二五”重点流域城市污染防治规划（2011-2015）》
	国务院	《节能减排“十二五”规划》
	国务院	《重点区域大气污染防治“十二五”规划》
2013	环保部	《全国生态保护“十二五”规划》
	住房城乡建设部	《“十二五”绿色建筑与绿色生态城区发展规划》
	国务院	《关于加快发展节能环保产业的意见》
2014	国务院	《大气污染防治行动计划》
	环保部、发改委等	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》
	人代会、主席令	《环保法》修订
2015	发改委、能源局、环保厅	《能源行业加强大气污染防治工作方案》
	国务院	《能源发展战略行动计划（2014-2020）》
	环保部、发改委、财政部	《水质较好湖泊生态环境保护总体规划》
2016	中共中央政治局	《关于加快推进生态文明建设的意见》
	国务院	《水污染防治行动计划》
	财政部	《水污染防治专项资金管理办法》
2016	中共中央办公厅、国务院	《党政领导干部生态环境损害责任追究办法（试行）》
	住建部	《城市黑臭水体整治工作指南》
	中共中央政治局	《生态文明体制改革总体方案》
2016	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》
	财政部、住建部、水利部	《关于开展2016年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》
	国务院	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》
2016	发改委	《哈长城市群发展规划》
	财政部、住建部、水利部	《2016年中央财政支持地下综合管廊试点城市名单公示》
	发改委	《成渝城市群发展规划》
2016	住建部	《城市地下空间开发利用“十三五”规划》
	发改委	《长江三角洲城市群发展规划》
	国务院	《中长期铁路网规划（2016-2025）》
2016	住建部	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》
	发改委、环保部	《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》
	住建部	《2016-2020建筑业信息化发展纲要》
2016	国防科工局、发改委	《关于加快推进“一带一路”空间信息走廊建设与应用的指导意见》
	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》
	发改委	《促进中部地区崛起“十三五”规划》
2016	发改委	《西部大开发“十三五”规划》
	发改委、水利部、城建部	《水利改革发展“十三五”规划》
	发改委	《中原城市群发展规划》

资料来源：百度，申万宏源研究

表 23：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	17Q1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	5,929	4,799	1,192	6,726	10,336	12,798
二、营业总成本	6,523	4,886	1,173	6,400	9,634	11,780
其中：营业成本	5,123	3,993	937	5,068	7,449	9,102
营业税金及附加	29	38	13	67	124	179
销售费用	259	202	58	296	506	627
管理费用	620	375	107	605	982	1,203
财务费用	444	203	58	266	467	564
资产减值损失	48	76	0	98	105	105
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	0	7	9	8
三、营业利润	(589)	(81)	19	333	711	1,026
加：营业外收入	212	127	2	120	120	120
减：营业外支出	2	4	1	5	6	7
四、利润总额	(379)	42	21	448	825	1,139
减：所得税	11	14	6	97	204	283
五、净利润	(390)	28	15	351	621	856
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	(390)	28	15	351	621	856
六、全面摊薄每股收益	-0.28	0.02	0.01	0.25	0.44	0.61
发行后总股本（百万）	1398	1398	1398	1398	1398	1398

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。