

造纸景气上行叠加园林 PPP 并表，业绩大幅改善

半年报点评

◆ 事件:

公司发布 2017 年中报，业绩大幅增长：2017 年上半年，公司累计实现营业收入 25.06 亿元，同比增长 4.74%；归母净利润 8135.05 万元，同比增长 496.61%。主要原因是报告期公司造纸主业景气上行致量价齐升，净利润较上年同期大幅增加，同时完成收购凯胜生态，新增并表净利润 2440.86 万元。

◆ 点评:

◆ 经营现金流改善，毛利率获得较大抬升:

得益于公司纸产品市场向好、产品销售收入及销售商品提供劳务收到的现金同步增长，本期经营现金流净额为 6.03 亿元，较上年同期增长 11.59%。公司本期综合毛利率 23.13%，较上年同期提升 7.13%，盈利能力显著提升，主要原因系主业造纸毛利率比上年同期增长 8.62 个百分点，同时新并入毛利率较高的市政园林业务。

◆ 造纸主业景气上行，公司盈利能力显著提升:

今年上半年来造纸行业景气上行，主要纸产品市场向好，产品量价齐升，受益于行业景气度的改善，公司本期造纸业务实现营业收入 21.82 亿元，同比减少 1.05%，营业成本同比大幅减少 10.99%，导致本期造纸业务毛利率为 22.91%，比上年同期增长 8.62%。由于造纸业务占营收比重 87.1%，毛利率的改善使得公司盈利能力大幅提升。

◆ 收购盛凯生态涉足 PPP 生态建设领域，打开业绩增长新空间:

公司积极涉足 PPP 生态建设领域，把握生态园林行业发展机遇，于今年 5 月完成对凯胜生态的增发收购，中报新增并表净利润 2440.86 万元。此次收购使得公司借助央企平台，充分发挥凯胜生态资质及项目经验等优势，开拓生态景观市场，并积极推进 PPP 项目建设。凯胜生态自收购以来累计中标重大项目合同金额 30.02 亿元，并与广西七坡林场签署了环绿城南宁森林旅游圈的合作框架协议，投资金额约 50 亿元。根据收购协议中的业绩承诺，凯胜生态将在 17-18 年实现 1.31 亿、1.45 亿元的净利润，为公司提升经营业绩提供保障。

◆ **财务预测与估值：**预计公司 2017~2018 年 EPS 为 0.25 元、0.36 元。当前股价对应 2017 年的 PE 为 34 倍，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

◆ **风险提示：**造纸行业景气下行，PPP 项目拓展及落地不及预期，回款风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5929	4,799	5,940	7,779	10,373
增长率(%)	-9.9	-19.1	23.8	31.0	33.3
净利润(百万元)	-390.0	28	356	499	682
增长率(%)	-3036.6	-107.2	1,160.3	40.3	36.6
毛利率(%)	13.6	16.8	22.9	23.1	23.5
净利率(%)	-6.6	0.6	6.0	6.4	6.6
ROE(%)	-7.0	0.5	4.5	5.9	7.5
EPS(摊薄/元)	-0.37	0.03	0.25	0.36	0.49
P/E(倍)	-23.08	318.9	33.9	24.2	17.7
P/B(倍)	1.62	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌 wangbin1@xsdzq.cn

王萌 wangmeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.28

收盘价(元): 8.63

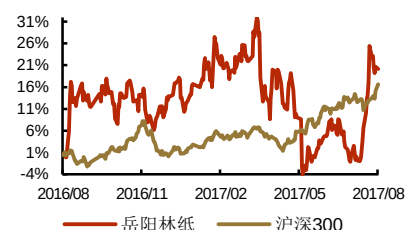
总股本(亿股): 13.98

总市值(亿元): 120.62

一年最低/最高(元): 6.52/9.58

近 3 月换手率: 100.1%

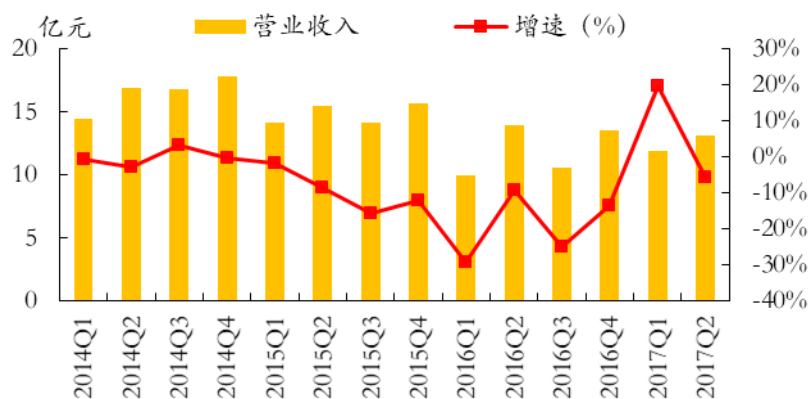
股价表现(一年)



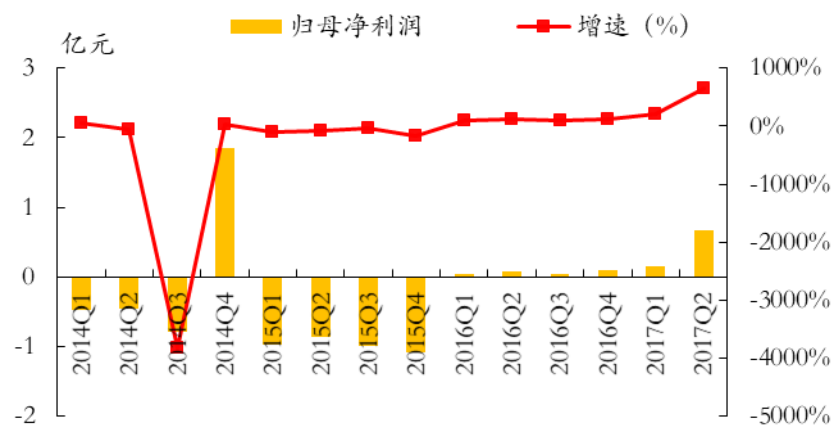
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.72	1.83	12.98
绝对	18.77	10.73	27.69

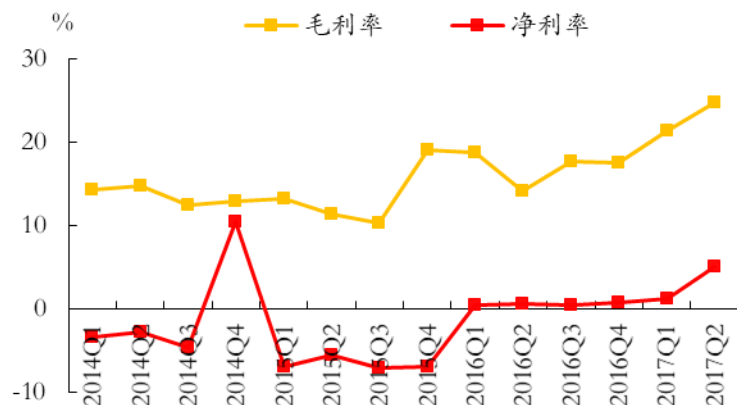
相关研报

图表1： 公司单季度营业收入变化（亿元）

资料来源：新时代证券研究所

图表2： 公司单季度归母净利润变化（亿元）

资料来源：新时代证券研究所

图表3： 公司单季度毛利率、净利率变化

资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7434	7451	9708	11434	15020
现金	793	392	1474	659	700
应收账款	988	808	1001	1311	1748
其他应收款	67	464	574	752	1002
预付账款	235	262	250	327	434
存货	4834	4713	5403	7059	9370
其他流动资产	518	813	1006	1327	1766
非流动资产	8115	6777	6545	6319	6115
长期投资	31	30	30	30	30
固定资产	4916	4465	4726	4561	4413
无形资产	734	715	644	579	521
其他非流动资产	2435	1566	1146	1148	1151
资产总计	15550	14228	16253	17753	21135
流动负债	7532	7114	6937	7928	10618
短期借款	3161	3469	3600	3800	5422
应付账款	861	797	914	1194	1585
其他流动负债	3511	2847	2423	2934	3611
非流动负债	2793	1862	1417	1427	1437
长期借款	1363	952	952	952	952
其他非流动负债	1430	910	465	475	485
负债合计	10325	8975	8354	9355	12054
少数股东权益	-335	0	0	0	0
股本	1043	1043	1398	1398	1398
资本公积	4051	4051	5987	5987	5987
留存收益	466	159	514	1013	1695
归属母公司股东权益	5560	5253	7899	8398	9080
负债和股东权益	15550	14228	16253	17753	21135

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	937	396	-555	-1081
净利润	-390	28	356	499	682
折旧摊销	529	362	532	529	507
财务费用	444	203	162	168	218
投资损失	-5	-6	-7	-8	-8
营运资金变动	-125	-1896	-646	-1741	-2476
其他经营现金流	-442	2246	0	-3	-3
投资活动现金流	-110	-96	-300	-310	-300
资本支出	2973	-258	-300	-300	-300
长期投资	-31	0	0	0	0
其他投资现金流	2833	-354	-600	-610	-600
筹资活动现金流	249	-1306	986	50	1422
短期借款	0	0	131	200	1622
长期借款	-821	340	-835	0	0
普通股增加	0	0	355	0	0
资本公积增加	222	0	1936	0	0
其他筹资现金流	848	-1646	-600	-150	-200
现金净增加额	149	-464	1083	-815	41

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5929	4799	5940	7779	10373
营业成本	5123	3993	4578	5981	7939
营业税金及附加	29	38	47	61	82
营业费用	259	202	250	328	437
管理费用	620	375	463	607	809
财务费用	444	203	162	168	218
资产减值损失	48	76	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	7	8	8
营业利润	-589	-81	396	592	847
营业外收入	212	127	140	160	180
营业外支出	2	4	6	8	10
利润总额	-379	42	530	744	1017
所得税	11	14	175	245	335
净利润	-390	28	356	499	682
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-390	28	356	499	682
EBITDA	384	484	1090	1289	1571
EPS (元)	-0.37	0.03	0.25	0.36	0.49

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	(9.9)	-19.1	23.8	31.0	33.3
营业利润(%)	86.3	-86.2	-587.8	49.4	43.0
归属于母公司净利润(%)	(3036.6)	-107.2	1160.3	40.3	36.6
获利能力					
毛利率(%)	13.6	16.8	22.9	23.1	23.5
净利率(%)	(6.6)	0.6	6.0	6.4	6.6
ROE(%)	(7.0)	0.5	4.5	5.9	7.5
ROIC(%)	(1.5)	0.8	3.0	3.9	4.6
偿债能力					
资产负债率(%)	66.4	63.1	51.4	52.7	57.0
净负债比率(%)	29.6	36.9	28.0	26.8	30.2
流动比率	1.0	1.0	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	6.5	5.3	6.6	6.7	6.8
应付账款周转率	4.8	4.8	5.3	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.37	0.03	0.25	0.36	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.90	0.28	-0.40	-0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.33	5.04	5.65	6.01	6.50
估值比率					
P/E	-23.08	318.90	33.91	24.17	17.69
P/B	1.62	1.71	1.53	1.44	1.33
EV/EBITDA	17.59	14.0	6.2	5.2	4.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间10年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

王斌，建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业2年，证券从业1年。

王萌，建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017年8月加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>