

审慎推荐-A (首次)

丰林集团 601996.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 5.09 元  
 2017年09月14日

定制家居高增长+环保从严促进公司市占率提升

基础数据

上证综指	3384
总股本(万股)	95818
已上市流通股(万股)	93782
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	48
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	7.0
资产负债率	18.8%
主要股东	FENGLIN
主要股东持股比例	47.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-17	20
相对表现	-8	-29	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

公司专注人造板市场近二十年, 通过高品质、差异化、定制化的产品策略, 把握了下游定制家居高增长+环保从严机遇, 有望在这这轮行业整合中不断提高市占率。预估 17-19 年 EPS 分别为: 0.14、0.18、0.23 元, 首次给予“审慎推荐-A”。

□ **定制家居高增长+环保从严促进人造板品牌龙头企业市占率提升。**下游定制家具行业近年保持快速增长, 对刨花板以及纤维板高端产品市场需求提升; 而同时随着“史上最严”新一轮环保督查的启动, 行业淘汰整合进一步加速, 在这样的行业背景下, 龙头品牌企业有望快速提升市占率。

□ **公司近二十年专注人造板领域, 品牌优势明显。**公司深耕人造板行业近二十年, 在业内享有较好的品牌知名度。客户广泛分布于定制及成品家具、木地板、门板、房地产等领域, 其中包括索菲亚、尚品宅配、皮阿诺、好莱客、欧派家居、大自然、宜家家居、碧桂园、宜华生活、全友等国内外知名家具、地板及房地产企业, 这为公司提供下游持续稳定的需求带来强有力的保障。

□ **技改及募投项目提升公司高端人造板产能。**公司拥有纤维板(南宁、百色)、刨花板(惠州)合计 78 万方产能, 目前正积极推进南宁 30 万方刨花板技改项目以及新西兰 60 万方刨花板建设项目。公司通过采取高品质、差异化、定制化的产品策略: 纤维板以无醛板、镂铣板等高端产品为核心的产品结构; 刨花板主打环保产品(E0 级产品的销售比例由 16H1 的 57% 上升到 17H1 的 95%), 进一步满足高端人造板市场的需求, 巩固公司的行业地位及影响力。

□ **首次给予“审慎推荐-A”。**公司专注人造板市场近二十年, 通过采取高品质、差异化、定制化的产品策略, 把握了下游定制家居高增长+环保从严机遇, 有望在这这轮行业整合中不断扩大自身优势, 提高高端市场市占率。预估 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.14、0.18、0.23 元, 17 年对应 PE、PB 分别为 35、3.0 倍, 首次给予“审慎推荐-A”。

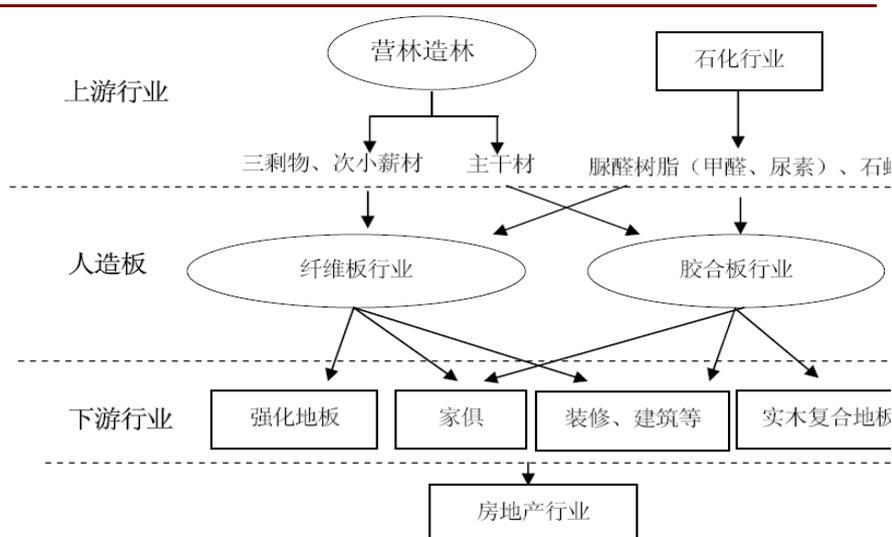
□ **风险提示:** 原辅材料价格上涨和木材原料供应短缺的风险、环保标准变动。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1156	1249	1356	1742	2227
同比增长	-4%	8%	9%	28%	28%
营业利润(百万元)	25	43	91	126	182
同比增长	-45%	74%	114%	39%	44%
净利润(百万元)	54	89	136	171	225
同比增长	-35%	64%	53%	25%	32%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.14	0.18	0.23
PE	90.4	55.0	35.8	28.6	21.7
PB	1.4	1.3	3.0	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

图1: 公司上下游产业结构图



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1156	1249	1356	1742	2227
营业成本	952	984	1051	1337	1689
营业税金及附加	8	12	13	16	21
营业费用	103	107	116	149	191
管理费用	69	78	84	109	139
财务费用	0	(7)	3	8	8
资产减值损失	10	35	0	0	0
公允价值变动收益	3	(3)	(3)	(3)	(3)
投资收益	8	6	6	6	6
营业利润	25	43	91	126	182
营业外收入	32	53	53	53	53
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	55	91	139	174	230
所得税	(1)	0	1	1	1
净利润	55	90	139	174	229
少数股东损益	1	2	3	3	4
归属于母公司净利润	54	89	136	171	225
EPS (元)	0.06	0.09	0.14	0.18	0.23

资料来源: 公司数据、招商证券

**风险提示:**

**1、原辅材料价格上涨和木材原料供应短缺的风险**

人造板生产所需的原辅材料价格逐年上涨，成本上升将造成公司利润下降。同时，随着我国人造板生产能力的快速发展，木材原料供需矛盾日趋紧张，木材原料短缺将成为制约人造板生产能力发展的主要因素之一。

**2、环保标准变动的风险**

由于目前的生产工艺特点，人造板不可避免地含有一定数量的游离甲醛，在生产过程中也会产生少量的粉尘和废渣，随着社会进步和人民生活水平的提高，社会对环境保护意识的不断增强，国家和地方在环保方面的要求也不断提高，可能在将来制定更为严格的环保标准，使本公司支付更高的环保费用。

**图 2: 历史 PE Band**



资料来源: 贝格数据、招商证券

**图 3: 历史 PB Band**



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1357	1397	1372	1557	1797
现金	450	648	568	530	492
交易性投资	153	0	0	0	0
应收票据	226	206	224	287	367
应收款项	128	115	125	160	205
其它应收款	6	4	4	6	7
存货	363	409	434	552	698
其他	30	16	17	22	28
<b>非流动资产</b>	796	811	803	796	789
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	578	533	547	558	567
无形资产	182	200	180	162	146
其他	36	77	75	75	75
<b>资产总计</b>	<b>2153</b>	<b>2208</b>	<b>2175</b>	<b>2353</b>	<b>2586</b>
<b>流动负债</b>	142	215	326	371	426
短期借款	0	0	130	130	130
应付账款	105	135	145	184	232
预收账款	14	18	20	25	32
其他	23	61	32	32	32
<b>长期负债</b>	227	198	198	198	198
长期借款	215	187	187	187	187
其他	12	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>369</b>	<b>413</b>	<b>524</b>	<b>569</b>	<b>624</b>
股本	469	469	958	958	958
资本公积金	721	715	271	271	271
留存收益	528	588	396	526	700
少数股东权益	66	22	25	28	32
归属于母公司所有者权益	1718	1773	1626	1756	1929
<b>负债及权益合计</b>	<b>2153</b>	<b>2208</b>	<b>2175</b>	<b>2353</b>	<b>2586</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	144	239	182	87	98
净利润	54	89	136	171	225
折旧摊销	95	77	88	87	87
财务费用	7	12	3	8	8
投资收益	(8)	(6)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(5)	64	(44)	(179)	(223)
其它	1	4	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(206)	72	(77)	(77)	(77)
资本支出	(47)	(48)	(80)	(80)	(80)
其他投资	(159)	120	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	151	(115)	(185)	(49)	(59)
借款变动	152	(116)	101	0	0
普通股增加	0	0	489	0	0
资本公积增加	0	(6)	(444)	0	0
股利分配	0	0	(328)	(41)	(51)
其他	(1)	7	(3)	(8)	(8)
<b>现金净增加额</b>	<b>89</b>	<b>197</b>	<b>(80)</b>	<b>(38)</b>	<b>(38)</b>

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1156	1249	1356	1742	2227
营业成本	952	984	1051	1337	1689
营业税金及附加	8	12	13	16	21
营业费用	103	107	116	149	191
管理费用	69	78	84	109	139
财务费用	0	(7)	3	8	8
资产减值损失	10	35	0	0	0
公允价值变动收益	3	(3)	(3)	(3)	(3)
投资收益	8	6	6	6	6
<b>营业利润</b>	25	43	91	126	182
营业外收入	32	53	53	53	53
营业外支出	2	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	55	91	139	174	230
所得税	(1)	0	1	1	1
<b>净利润</b>	55	90	139	174	229
少数股东损益	1	2	3	3	4
<b>归属于母公司净利润</b>	54	89	136	171	225
<b>EPS (元)</b>	0.06	0.09	0.14	0.18	0.23

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-4%	8%	9%	28%	28%
营业利润	-45%	74%	114%	39%	44%
净利润	-35%	64%	53%	25%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.6%	21.2%	22.5%	23.3%	24.1%
净利率	4.7%	7.1%	10.0%	9.8%	10.1%
ROE	1.5%	2.4%	8.4%	9.7%	11.6%
ROIC	1.3%	1.8%	4.8%	6.4%	8.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.1%	18.7%	24.1%	24.2%	24.1%
净负债比率	10.0%	9.8%	14.6%	13.5%	12.2%
流动比率	9.6	6.5	4.2	4.2	4.2
速动比率	7.0	4.6	2.9	2.7	2.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9
存货周转率	2.4	2.5	2.5	2.7	2.7
应收帐款周转率	9.0	10.3	11.3	12.2	12.2
应付帐款周转率	6.7	8.2	7.5	8.1	8.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.06	0.09	0.14	0.18	0.23
每股经营现金	0.31	0.51	0.19	0.09	0.10
每股净资产	3.66	3.78	1.70	1.83	2.01
每股股利	0.00	0.10	0.04	0.05	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	90.4	55.0	35.8	28.6	21.7
PB	1.4	1.3	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	23.0	24.8	14.5	11.9	9.5

## 分析师承诺

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

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

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

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

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

## 投资评级定义

### 公司短期评级

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

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

### 公司长期评级

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

### 行业投资评级

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

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

## 重要声明

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

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