

公司研究/季报点评

2019年11月01日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 2.84
合理价格区间(元): 3.16~3.40

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

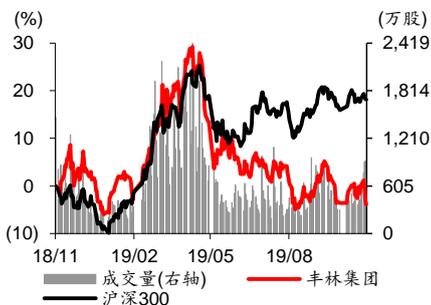
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《丰林集团(601996,增持): 产能顺利扩张, 业绩略超预期》2019.03
- 2 《丰林集团(601996,增持): 林板一体化集团, 内生外延共助成长》2018.12
- 3 《丰林集团(601996,增持): 收购东盾木业, 拓展华东市场》2017.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

产品结构升级, 林板一体化稳步推进

丰林集团(601996)

2019 年前三季度归母净利润同比增长 20.52%

2019 年前三季度丰林集团实现营收 14.28 亿元, 同比增长 30.94%; 实现归母净利 1.33 亿元, 同比增长 20.52%, 符合我们此前预期; 扣非后归母净利 1.29 亿元, 同比增长 23.05%。19Q3 单季度营收同比增长 21.89%至 5.41 亿元, 归母净利同比增长 1.5%至 0.42 亿元。我们预计 2019~2021 年公司归母净利润分别为 1.72、2.18、2.43 亿元, 对应 EPS 分别为 0.15、0.19、0.21 元, 维持“增持”评级。

增值税退税减少影响 Q3 利润表现, 产品结构升级、毛利率同比微升

分季度看, 19Q1/19Q2/19Q3 公司营收同比增速分别为 16.8%/53.8%/21.9%, 归母净利同比增长 5.6%/51.7%/1.5%, Q3 利润增速放缓主要系资源综合利用产品增值税退税额减少所致。受益于超强刨花板、无醛板等中高端产品占比提升, 前三季度毛利率同比增长 0.13pct 至 22.8%。

期间费用率同比略降, 产能扩张后加大营运资金投入影响短期现金流

前三季度期间费用率同比减少 0.49pct 至 14.2%, 其中销售/管理+研发/财务同比变动+0.62/-0.78/-0.33pct 至 8.4%/5.4%/0.4%, 其中销售费用率提升主要系运费增幅较大所致。应收账款较期初增长 44%主要系提高下游客户中直销客户结构占比, 账期加长所致; 前三季度经营性现金流净额同比减少 62%, 主要系本期产能大幅提升, 公司加大了营运资金投入, 同时下游客户中直销客户结构占比提升后账期有所加长所致; 投资活动产生的现金流量净额同比增长 91%, 主要系南宁工厂技改项目的后续零星工程及其他工厂的技改项目支出所致。

产品结构有望持续升级, “林板一体化”产业链逐步完善

公司重视产品技术研发, 2018 年末南宁工厂超级刨花板生产线技改项目和池州工厂收购+技改项目陆续完成, 中高端产品线产能扩张助力收入增长、利润提升, 截至 2019 年上半年公司 5 个工厂拥有年产 130 万立方米无醛板产能。此外, 公司深耕人造板产业, 持续完善“林板一体化”产业链, 2019 年 7 月与中交产业投资控股有限公司签订《战略合作框架协议》, 加强在境内外林业资源开发及配套产业园区和基础设施建设方面的信息共享与合作, 巩固公司在林板领域竞争力。

产能释放助成长, 维持“增持”评级

公司产品质量领先, 客户关系稳定, 产能逐步释放助力公司成长, 考虑到公司产能释放节奏, 维持盈利预测, 预计 2019~2021 年归母净利润分别为 1.72、2.18、2.43 亿元, 对应 EPS 分别为 0.15、0.19、0.21 元。参考公司 PB (LF) 2.15x 历史估值中枢, 考虑到林业轮伐周期等因素影响, 给予公司 2019 年 1.3-1.4 倍 PB 估值, 对应合理价格区间 3.16~3.40 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 产能释放不及预期, 下游需求不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,146
流通 A 股 (百万股)	1,076
52 周内股价区间 (元)	2.81-3.89
总市值 (百万元)	3,254
总资产 (百万元)	3,773
每股净资产 (元)	2.35

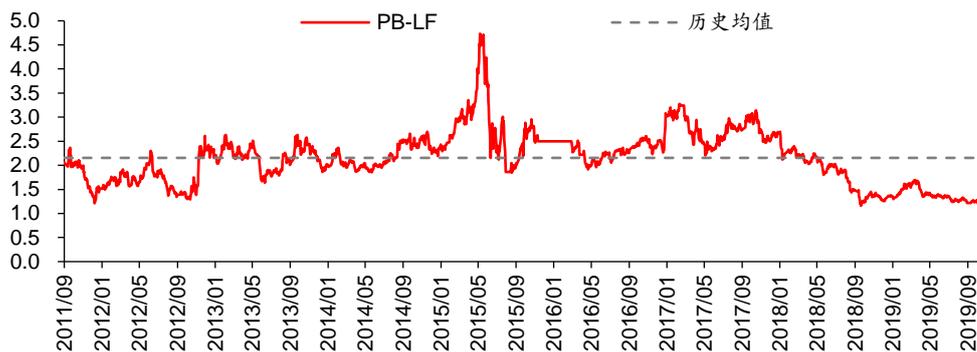
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,302	1,597	1,982	2,324	2,581
+/-%	4.21	22.70	24.10	17.26	11.03
归属母公司净利润 (百万元)	120.22	138.64	172.28	217.74	242.89
+/-%	35.53	15.32	24.26	26.39	11.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.10	0.12	0.15	0.19	0.21
PE (倍)	27.07	23.47	18.89	14.94	13.40

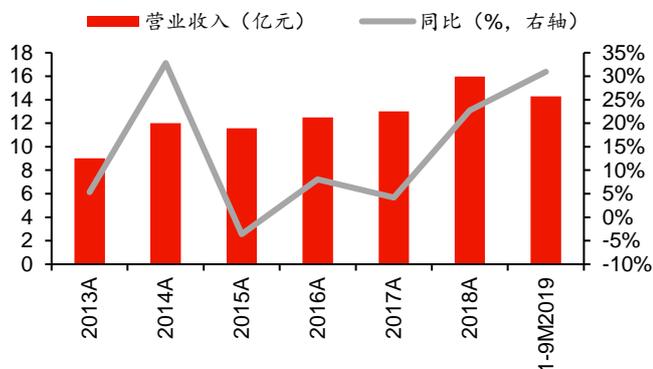
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 丰林集团 PB (LF) 及历史中枢



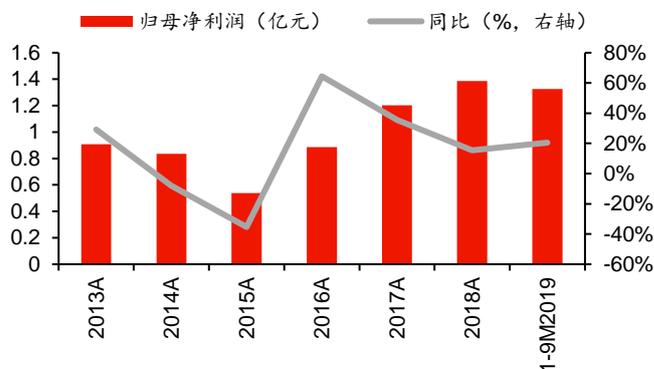
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 丰林集团 2013 年以来营业收入及增速



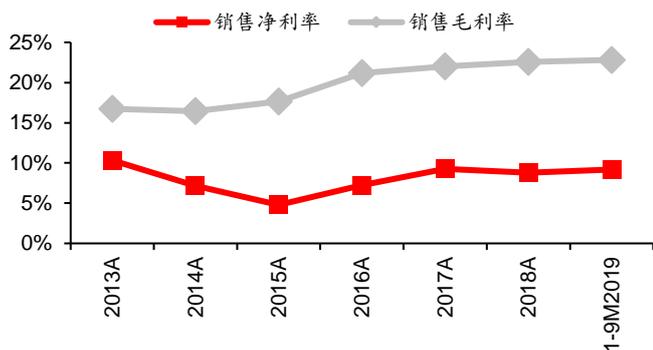
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 丰林集团 2013 年以来归母净利润及增速



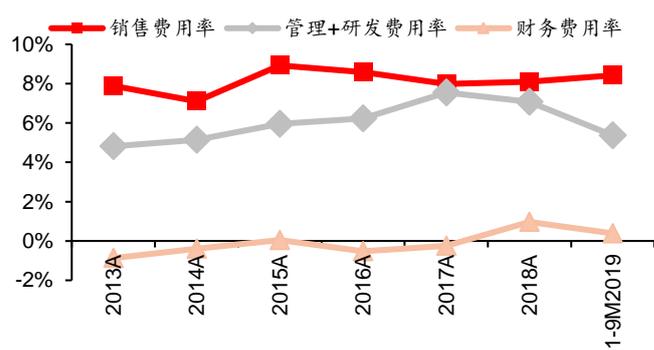
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 丰林集团 2013 年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

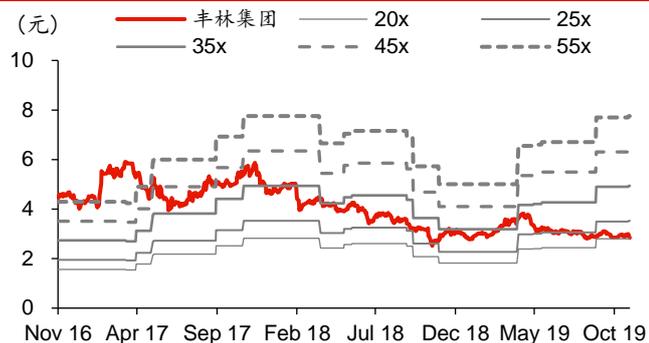
图表5: 丰林集团 2013 年以来各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

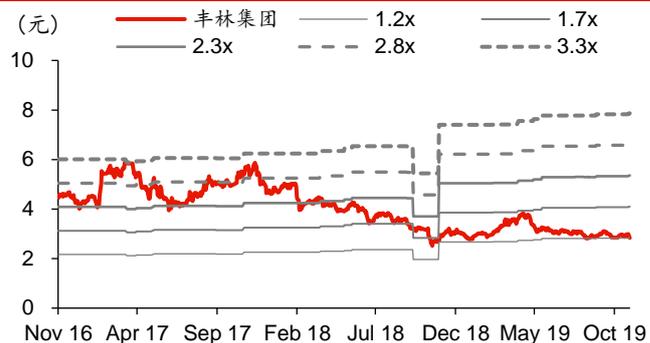
PE/PB – Bands

图表6：丰林集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：丰林集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,232	2,204	2,410	2,686	3,022
现金	531.87	1,380	1,528	1,668	1,900
应收账款	280.63	272.54	218.09	255.74	283.94
其他应收账款	3.44	6.88	8.54	10.02	11.12
预付账款	34.98	28.73	35.54	41.46	46.02
存货	324.31	440.68	545.06	635.83	705.81
其他流动资产	56.74	74.94	74.94	74.94	74.94
非流动资产	1,083	1,548	1,594	1,623	1,616
长期投资	30.05	42.00	42.00	42.00	42.00
固定投资	505.47	1,150	1,653	2,140	2,593
无形资产	196.63	241.73	285.17	327.01	367.31
其他非流动资产	351.14	114.69	(386.30)	(886.37)	(1,387)
资产总计	2,315	3,752	4,004	4,309	4,638
流动负债	214.60	691.58	789.27	873.47	956.27
短期借款	0.00	298.00	298.00	299.00	301.00
应付账款	114.08	275.15	340.33	397.00	440.69
其他流动负债	100.53	118.43	150.94	177.47	214.58
非流动负债	198.89	394.47	394.47	394.47	394.47
长期借款	186.52	367.79	367.79	367.79	367.79
其他非流动负债	12.37	26.68	26.68	26.68	26.68
负债合计	413.49	1,086	1,184	1,268	1,351
少数股东权益	22.65	24.36	26.48	29.15	32.14
股本	958.18	1,149	1,146	1,146	1,146
资本公积	260.00	730.22	730.22	730.22	730.22
留存公积	660.79	742.27	918.29	1,136	1,379
归属母公司股东权益	1,879	2,622	2,794	3,012	3,255
负债和股东权益	2,315	3,752	4,004	4,309	4,638

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	316.39	204.63	295.51	286.96	363.09
净利润	120.22	138.64	172.28	217.74	242.89
折旧摊销	55.31	94.43	128.12	163.43	199.81
财务费用	(3.30)	15.46	21.03	19.08	17.65
投资损失	(0.00)	(1.06)	(1.06)	(1.06)	(1.06)
营运资金变动	77.44	5.13	22.69	(65.25)	(49.50)
其他经营现金	66.73	(47.97)	(47.55)	(46.99)	(46.69)
投资活动现金	(377.02)	(1,467)	(142.59)	(141.59)	(142.59)
资本支出	308.23	293.15	143.65	142.65	143.65
长期投资	68.79	1,174	(1.06)	(1.06)	(1.06)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(47.38)	1,059	(4.42)	(5.45)	11.82
短期借款	0.00	298.00	0.00	1.00	2.00
长期借款	0.00	181.27	0.00	0.00	0.00
普通股增加	489.27	191.30	(3.74)	0.00	0.00
资本公积增加	(455.19)	470.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(81.46)	(81.59)	(0.68)	(6.45)	9.82
现金净增加额	(108.00)	(203.10)	148.50	139.92	232.32

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,302	1,597	1,982	2,324	2,581
营业成本	1,015	1,237	1,530	1,784	1,981
营业税金及附加	13.90	14.53	21.17	21.14	27.57
营业费用	104.00	129.37	156.59	183.62	203.87
管理费用	98.24	106.72	126.21	140.05	147.64
财务费用	(3.30)	15.46	21.03	19.08	17.65
资产减值损失	(2.29)	(1.17)	(1.17)	(1.17)	(1.17)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.06	1.06	1.06	1.06
营业利润	120.50	138.89	173.00	220.24	246.36
营业外收入	4.62	9.15	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.84	3.98	3.98	3.98	3.98
利润总额	124.28	144.06	179.01	226.25	252.38
所得税	3.75	3.71	4.62	5.83	6.51
净利润	120.53	140.35	174.40	220.42	245.87
少数股东损益	0.31	1.71	2.12	2.68	2.99
归属母公司净利润	120.22	138.64	172.28	217.74	242.89
EBITDA	125.76	204.27	276.60	358.52	420.57
EPS (元, 基本)	0.10	0.12	0.15	0.19	0.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	4.21	22.70	24.10	17.26	11.03
营业利润	9.26	8.70	8.73	9.48	9.55
归属母公司净利润	35.53	15.32	24.26	26.39	11.55
获利能力 (%)					
毛利率	22.02	22.57	22.83	23.23	23.24
净利率	9.24	8.68	8.69	9.37	9.41
ROE	6.40	5.25	6.17	7.23	7.46
ROIC	5.71	3.74	4.19	5.23	5.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.86	28.95	29.56	29.43	29.12
净负债比率 (%)	(18.38)	(25.26)	(28.64)	(30.81)	(34.84)
流动比率	5.74	3.19	3.05	3.08	3.16
速动比率	4.23	2.55	2.36	2.35	2.42
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.43	0.49	0.54	0.56
应收账款周转率	13.99	17.17	17.17	17.17	17.17
应付账款周转率	8.14	6.36	4.97	4.84	4.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.12	0.15	0.19	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.18	0.26	0.25	0.32
每股净资产(最新摊薄)	1.63	2.30	2.43	2.62	2.83
估值比率					
PE (倍)	27.07	23.47	18.89	14.94	13.40
PB (倍)	1.74	1.24	1.17	1.08	1.00
EV_EBITDA (倍)	25.87	15.93	11.76	9.08	7.74

免责声明

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、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：91320000704041011J。

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：A0K809

©版权所有 2019 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

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

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

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