

柬埔寨项目颇具看点

增持 首次

投资要点:

- 柬埔寨项目 2012 下半年有望开始贡献利润
- 柬埔寨林地补种木薯经济效益高
- 中纤板退税年内无望，2012 年问题不大
- 地板实际产能 700 万平米，12 年中纤板产能增长 45%

报告摘要:

- **柬埔寨项目颇具看点。**公司柬三家项目拥有林场 3.39 万公顷特许土地，扣除预留农地等建设规模 2.26 万，经营权 70 年。34 万亩林地均是黑檀、紫檀、香樟木等优质硬木种。柬埔寨禁止原木出口，项目公司在当地简单加工制成坯板海运到上海木材市场销售。目前进口木材每方已涨至约 200 美元，精加工的硬木超过 1000 美元每立方。砍伐完的林地计划补种橡胶或木薯。目前公司国内可控林地 30 余万亩，其中 20 多万亩自有林权。若柬项目进展顺利，未来林地重点就在柬发展，并可能将林场资源扩大到 10 万公顷。公司柬项目拟投资 1 亿元、占 51% 股份，剩余 49% 不排除以增发形式注入。
- **地板实际产能 700 万平米，中纤板 12 年产量有望提升 34%。**公司地板名义产能 1100 万平米，实际产能 700 万（母公司 500 万及上海和及天津各 100 万）。中纤板目前名义产能 54 万立方（温江 16 万、IPO 募投广元 22 万及达州 2011 年增发 16 万），11 年产量 31 万（温江 13 万厚板、广元 80% 产能、达州 11Q4 试生产），12 年产量有望达到 45 万（温江 16 万、广元 22、达州 7 万）。中纤板 11 年产值 4 亿元，增值税退税年内不会下来，12 年退税问题不大。另外升达家具木门项目 12 年会有 10 几万套的产出，毛利率约 20%。
- **增持评级。**预测公司 11-13 年净利润 0.19/0.76/1.17 亿元，现股本 EPS 分别为 0.03/0.12/0.18 元。退税、柬埔寨项目、财务费用降低及中纤板毛利率反弹是公司盈利增长的主要看点。柬埔寨项目若实施顺利将具备较大的资源估值弹性，另外定增及管理层股权激励均存可能，目前 20 多亿元市值未能完全反映公司未来的资源价值，给以增持评级。

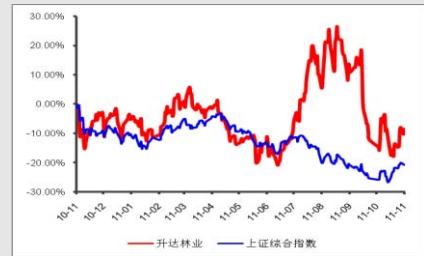
主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	56,278	69,567	102,600	133,000	155,000
净利润 (万元)	1,465	3,606	1,933	7,665	11,735
总股本 (万股)	21,500	35,740	64,332	64,332	64,332
每股收益 (元)	0.07	0.12	0.03	0.12	0.18

农林牧渔业

分析师:

胡建军 (S1180210010226)
电话: 010-88085982
Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	6.43
总市值 (亿元)	27.86
流通市值 (亿元)	21.65
公司第一大股东	升达林产集团

相关研究

行业策略*关注种业和优势养殖业
2011.9

公司研究*亚盛集团: 聚焦农业 资源领先 2011.8

行业研究*养殖业景气有望持续到 2012 年初 2011.3

行业研究*猪粮比 7.19 继续推荐养殖业 2011.3

公司研究*雏鹰农牧: 模式优势尽显 上调 11 年盈利预测 2011.6

公司研究*天宝股份: 水产毛利高 冰淇淋贡献升 2011.7

目录

一、柬埔寨项目的诸多看点	4
(一) 项目公告情况	4
(二) 关于项目的几点看法	4
1、关于木材蓄积量	4
2、关于收购价格	4
3、关于树种及价格	4
4、关于加工和运输	5
5、关于成本及木材毛利	5
6、林地后续利用种植橡胶和木薯	6
7、我国木材进口依赖度超过 40%	6
8、公司林业发展前景	6
(三) 关于柬埔寨森林资源	7
1、柬埔寨及其森林资源概况	7
2、柬埔寨林业政策及林业立法	7
3、柬埔寨林产品生产	8
(1) 木材生产	8
(2) 薪材生产及非木材林产品生产	8
二、木地板项目毛利占比高	9
(一) 产能	9
(二) 收入、毛利走势及营收占比	9
三、中纤板产能急剧扩大	10
(一) 2012 年产能增长 45%	10
(二) 中纤板收入快增而毛利走低	10
(三) 增值税返还 2012 年问题不大	11
四、木门及其他	12
五、费用	12
(一) 销售费率看降	12
(二) 管理费率上升主要源于在建项目转固	13
(三) 财务费率上升主要受加息影响	13
六、分项盈利预测	14
(一) 各项业务及增长点	14
(二) 目前我国林产品现状	15
1、我国森林资源	15
2、中国林业发展报告	16
3、中国林业十二五规划	16

插图

图 1: 2002-2011 年进口原木价格 (美元/立方米)	5
图 2: 2011 年 1-9 月进口原木价格同比增长 (%)	5
图 3: 2002-2011 年进口原木累计金额 (亿美元)	6
图 4: 2011 年 1-9 月进口原木金额同比增长 (%)	6
图 5: 2006-2011H 公司地板毛利率走势	9
图 4: 2006-2011E 公司地板销售额走势(万元)	9
图 5: 2008-2011H 公司地板业务收入及毛利占比走势	10
图 6: 2010 年来公司木门毛利率走势	12
图 7: 公司木门销售收入走势(万元)	12
图 8: 2008-2011H 公司销售费用占比走势	13
图 9: 2008-1011Q3 公司管理费用 (万元)	13
图 10: 2008-2010Q3 公司管理费用收入比走势 (%)	13
图 11: 2008-1011Q3 公司各项借款 (万元)	14
图 12: 2008-2010Q3 公司财务费用收入比走势 (%)	14

表格

表 1: 柬埔寨项目盈利假设	5
表 2: 中纤板产能情况	10
表 3: 中纤板销售收入及毛利率走势	11
表 4: 升达林业分项业务盈利预测表	14

一、柬埔寨项目的诸多看点

(一) 项目公告情况

2011年10月14日，升达林业与KWOK WING、KWOK STANLEY KAR KUEN、张坤平等签署了《柬埔寨林业项目合作框架协议》，升达林业获得环亚BVI、佳景BVI和福地BVI的控股权，以达到对环亚项目公司、佳景项目公司、福地项目公司间接控股。然后各方共同通过上述三家项目公司对其所持有的土地特许权项下现有的林木进行采伐、加工、出口，并且根据柬埔寨法律、土地特许权合同，项目可行性研究的规定对采伐完毕的特许土地进行经济林木的种植，从而实现各方经济利益。

协议中三家柬埔寨项目公司持有的《土地特许权证》或《土地特许权合同》拥有林场共3.39万公顷特许土地合同区域，扣除柬埔寨特许土地开发规定的预留农地、禁伐林地、水保林地，项目建设总规模为2.26万公顷，经营权70年。

同时，公司公告，此次签订的协议属于框架性协议，具有法律约束力，但是目前公司只进行了法律和财务方面的初步调查工作，还没有进行森林资源调查工作，尚未掌握上述林地的总体林木蓄积量，所以该项目能否顺利执行还具有不确定性。

(二) 关于项目的几点看法

1、关于木材蓄积量

公司项目建设规模2.26万公顷，可开采的林地达到34万亩，但由于具体蓄积量尚在调查，公司没有掌握或尚未披露。

从升达林业自身的林业资源单位木材蓄积量看，其原料林的郁闭度0.7左右，平均蓄积量超过9立方米/亩。

从一般经验看，郁闭度超过0.7，普通林地的木材蓄积量每亩约10立方米。而公开资料，公司介绍柬埔寨项目木材蓄积量约60万立方米。两者存在较大的差异。差异的原因之一，我们预测可能届时公司只砍大材。

2、关于收购价格

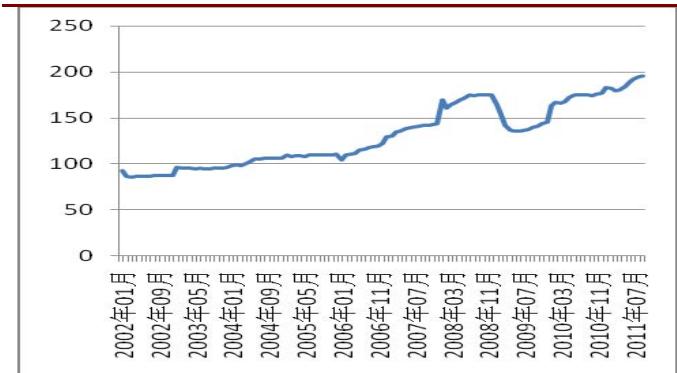
公司最后的收购价格约1亿元人民币，占51%的股份。推算总的三家林地项目价值2亿元，三家自然人持有49%的股份，其作价主要包括林地资源及前期投入。

3、关于树种及价格

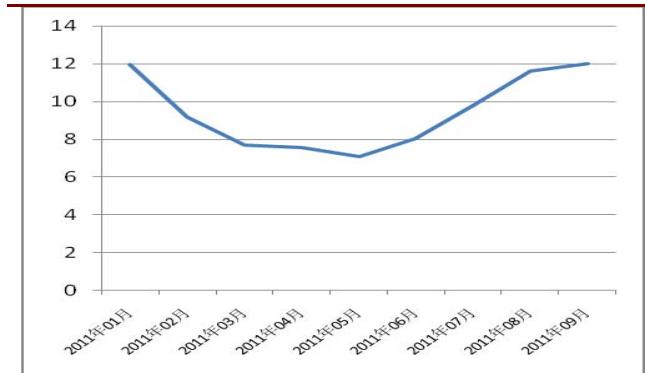
公司介绍，柬埔寨项目的树种拥有黑檀、紫檀、龙脑香及胡桃木等诸多硬木。

从进口原木价格看，2002年来，进口原木每方从不足100美元上涨至目前近200美元。2008-2009年木材价格的短期回落主要受国际金融危机的影响。

2011年的价格看，9月份原木价格同比涨幅达到12%。

图 1：2002-2011 年进口原木价格（美元/立方米）


资料来源：宏源证券

图 2：2011 年 1-9 月进口原木价格同比增长 (%)


资料来源：宏源证券

4、关于加工和运输

目前柬埔寨禁止原木出口。公司规划原木在当地砍伐加工成坯板后海运到上海（福人市场）或其它港口销售。坯板可能一部分满足公司上海基地 100 万平方米实木地板需求，但大部分会出售给其它家具或地板制造企业。

至于原木等在当地的运输，公司介绍，项目林地地势平坦，目前通往林地的道路已经修好，原木砍伐完，去除枝桠，陆运在中小城市(人工电费等费用低)初加工成坯板。

5、关于成本及木材毛利

林地项目地势平坦，砍伐简单，未来主要采取机械化作业，砍伐成本低，另外当地人工费用极低。

由于采伐成本低，考虑到海运及关税的费用，我们判断公司木材的毛利率 50% 左右，销售毛利率应该在 30% 左右。

表 1：柬埔寨项目盈利假设

	2012	2013	2014	2015
坯板加工量 (万方)	1.5	5	5	5
价格 (元/方)	3500	3800	3900	4000
营收 (万元)	5250	19000	19500	20000
毛利率	50%	50%	50%	50%
毛利 (万元)	2625	9500	9750	10000

数据来源：中国木材网 公司数据 宏源证券

6、林地后续利用种植橡胶和木薯

采伐完毕的特许土地进行经济林木的种植依然具有客观的经济效益。规划补种橡胶、木薯等。

木薯当地经验看，每一公顷有 1 千美元利润，半年一采、每年采一次，主要供应酒精厂。国内企业如五指山集团已经有在当地相关木薯经营的经验。

橡胶种植投入相对较大，投入期 4-5 年，需投入 4-5 亿元。投入期在财务上可以资本化处理，减少投入期的盈利压力。

由于种植前景尚在规划，出于稳健考虑，我们暂未考虑其盈利影响。

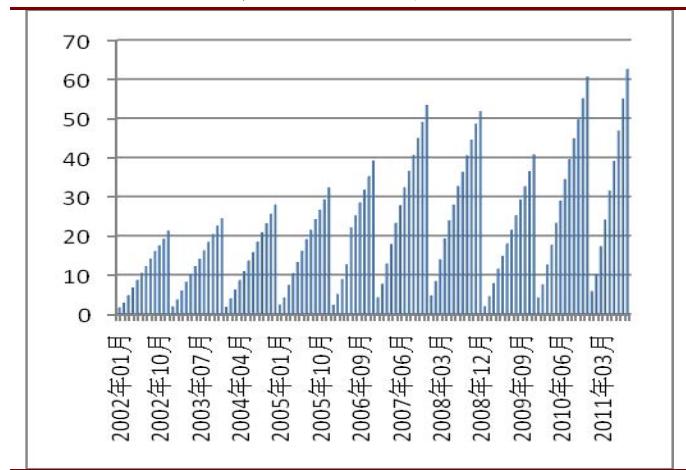
7、我国木材进口依赖度超过 40%

我国是世界上森林资源最短缺的国家之一，森林覆盖率低，人均占有量少。根据第七次全国森林资源清查结果，我国森林覆盖率仅为 20.36%，是世界平均水平的 67%；人均森林面积 0.148 公顷，是世界平均水平的 24.7%；人均森林蓄积量 11.3 立方米，是世界平均水平的 17.5%。根据《林业发展‘十一五’规划专题研究报告》测算，2010 年全国木材供应缺口达 1.42-1.69 亿立方米，2020 年全国木材供应缺口达 1.53-1.73 亿立方米，这些缺口都要依赖进口来解决，导致我国木材的对外依存度高达 40%，木材供需矛盾十分突出。

目前，我国原木进口占世界出口市场的比重约 25%，其中热带材进口占世界出口市场的 1/2。

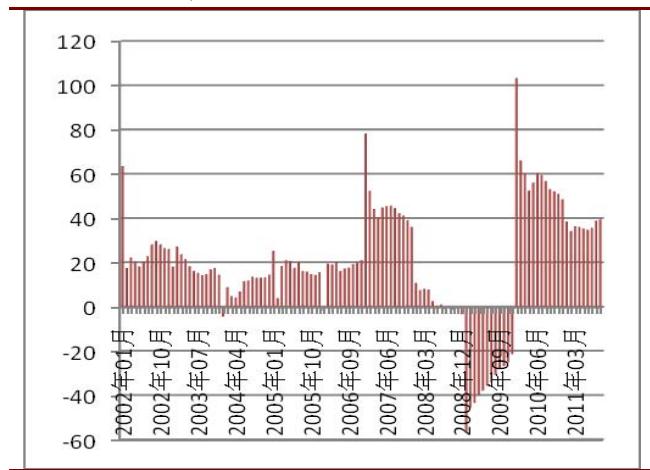
2011 年 1-9 月，中国原木进口累计金额达到 62 亿美元，超过 2010 年全年，同比增长 39.5%。

图 3：2002-2011 年进口原木累计金额（亿美元）



资料来源：宏源证券

图 4：2011 年 1-9 月进口原木金额同比增长（%）



资料来源：宏源证券

8、公司林业发展前景

公司目前国内可控林地资源 30 多万亩，其中约 20 万亩自有林权，另外 10 多万亩和农户签订协议。

砍伐指标上，公司 2011 及 2012 年每年 6-7 万立方，2011 年指标没有用，2012 年应该会砍伐一些。

对于国内林地资源，公司每年都在寻找机会，但均不好拿。若柬埔寨项目进展顺利，公司计划就不考虑在国内买了。从价格看，国内每亩林地超过 1000 元，且砍伐指标严格限制。

公司的目标是在柬埔寨取得可控林地 10 万公顷。目前最重要的是把先期 3 个项目做好。由于公司只是取得其 51% 的股权，剩余 49% 公司可能考虑以定增的形式注入。

(三) 关于柬埔寨森林资源

1、柬埔寨及其森林资源概况

根据国家林业局的有关资料，柬埔寨森林覆盖率约为 63%，这个比例在亚太地区和世界上都是很高的。

柬埔寨位于中南半岛东南部，同越南、老挝、泰国相邻，西南临泰国湾。国土面积 18.1035 万 km²。1997 年人口 1 050 万。有高棉族、占族、普侬族等 20 多个民族。

农业、制衣业、房地产及旅游业是该国经济发展的四大支柱。

农业在经济中占有重要地位。1997 农业人口约占全国总人口的 78.4%。盛产大米，主要农产品还有玉米、橡胶、胡椒等。工业部门有碾米、木材、纺织、造纸等。

柬埔寨的森林类型主要有干旱林（包括常绿林、针叶林、落叶林、混交林和次生林）和湿地林（包括水淹林、水淹次生林和红树林）。

1993 年，柬埔寨总的森林面积约 1128.42 万公顷，其中常绿林约 476.33 万公顷，落叶林 430.12 万公顷，混交林 97.73 万公顷，次生林 57.10 万公顷，湿地林 71.56 万公顷。

柬埔寨人口密度大，交通运输方便，所以造成边境地区和沿海戈公省的森林资源大量采伐、中部各省林缘薪材大量采集及东北各省持续轮垦等现象发生，导致森林面积持续下降。

2、柬埔寨林业政策及林业立法

1994 年 1 月，柬埔寨政府颁布法令只允许木材加工品出口，1994 年 3 月 31 日起禁止原木出口。同年，建立了一个委员会来调查和监测 1994 年 3 月 31 日以前的原木蓄积量。1995 年初，政府又颁布了一个禁令，禁止所有种类的木材出口。

1996 年 7 月，在联合国粮农组织的支持下，柬埔寨成立一个由各部门联合组成的国家委员会。该委员会由一个专门的秘书处来管理，负责农业部、林业部、狩猎部和渔业部的事务。

1997 年 1 月 16 日，柬埔寨发展委员会组织了一个协商会议，主要讨论了财政预算和财政税收改革、林业部门的问题、机构改革计划、立法和组织机构选举及战后恢复等问题。其中有关林业和森林方面的问题，主要体现在：①柬埔寨政府将尽快提出一个对全国森林开发和木材林产品贸易行之有效的控制和监督系统；②1996 年 11 月 31 日以后，绝对禁

止原木和锯材出口；③政府决定成立一个林业政策改革筹划指导委员会，来制定、执行和评价国家林业政策，以便更有效地经营国家森林资源，保证其生态和经济效益；④1995年，柬埔寨政府邀请世界银行、联合国粮农组织、联合国开发计划署等国际组织对其林业政策进行评估，确定了今后林业的发展目标和战略，其中包括：限制每年的木材采伐量，估计每年在30万~35万m³左右，完善国家与木材相关的税收，加强对木材非法采伐和非法出口的管理，加强生态环境和生物多样性保护的管理等；⑤农业部、林业部和渔业部决定重新评估所有的采伐契约。每一个契约人都有义务提供一份森林调查清单、管理计划和环境影响评估报告。

目前，柬埔寨的林业处于持续的、无节制的破坏和可持续经营的改革关键时刻。一方面，每年的原木采伐基本上是非法的，根本没有考虑到对环境的影响。和其他许多发展中国家一样，木材需求导致了森林资源的持续消耗，加上农业扩张和轮垦，森林面积不断减少。另一方面，农业和林业以外的相关政策和政府投资，如基础设施建设和能源政策很少，一些投资项目，如筑坝和高速公路建设将会对林业产生严重影响。与其他国家相比，柬埔寨早期的工业化采伐，包括合法的和非法的采伐，都对林业造成了很大威胁。

3、柬埔寨林产品生产

（1）木材生产

在柬埔寨，木材是国内各政党斗争的主要资金来源，也是许多农民收入的主要来源。由于国内局势动荡，邻国木材需求量增加，导致原木砍伐量不断增加，非法采伐和运输加剧。因此，原木实际采伐量估计比官方统计的多1~1.5倍。

1995年1月政府颁布了禁止砍伐森林的法令，但作用不大，仍有许多地方进行非法砍伐。同年原木生产量约为150万m³，超过了禁令规定的限额。

柬埔寨现有377个合法的木材加工厂，每年可加工木材92万m³。为了保护现有森林资源，最近，政府发布法令，禁止原木和锯材出口。同时，派出约600个武装警察在国境线和海关巡逻，以保证法令的实施。

（2）薪材生产及非木材林产品生产

在柬埔寨，木材是农村主要的燃料来源，薪材是木材燃料中的大头。全国每年薪材消费量约为600万m³，估计每人每年0.6m³。尽管没有资料说明森林中有多少薪材被利用，但估计有50%的薪材来源于森林。

柬埔寨最重要的非木材林产品是竹和藤。

二、木地板项目毛利占比高

(一) 产能

公司目前地板名义产能 1127 万每平米，包括强化木地板年产能 957 万平方米，竹地板（含竹木复合地板）年产能 70 万平方米，实木复合地板年产能 80 万平方米，实木地板年产能 20 万平方米。

考虑到设备老化等问题，公司实际产能 700 万平米左右，包括本部 500 万平米，及上海和天津各 100 万平米。

升达上海 2010 年前为实木及实木复合地板产能，但由于实木地板原料问题，2011 年生产线改造后主要生产复合地板。若柬埔寨项目顺利或解决了原料问题，上海基地可改回实木生产线并即可进行实木地板生产。从而完备公司目前缺乏的实木地板产品系列。

竹地板市场认可度较低，目前占比很少。

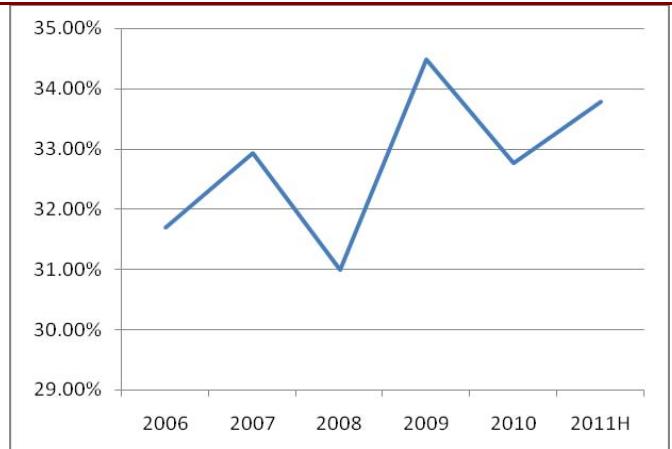
(二) 收入、毛利走势及营收占比

公司创立于 1995 年，设立以来即主要进行强化木地板的研发、生产与销售。2008 年以前，公司主营业务收入主要来源于各种木地板的销售，占营业收入的 95% 以上。

随着公司中纤板项目的陆续投产，地板收入占比逐步下降，2008 年占比 88%，2011 中期降至 70%，但毛利占比基本维持在 90% 以上，2011 年中期毛利占比达到 99%。

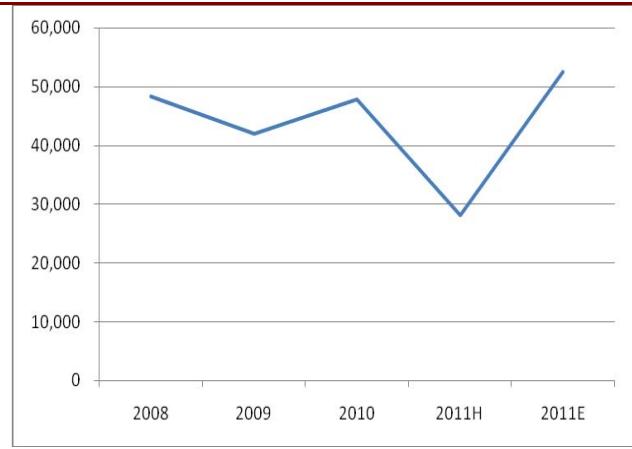
公司地板的毛利率水平一直较为稳定，近几个报告期维持在 31-35% 左右，和行业平均水平差别不大。地板销售额近三年保持在 4.8 亿元左右，也相对稳定。

图 5：2006-2011H 公司地板毛利率走势

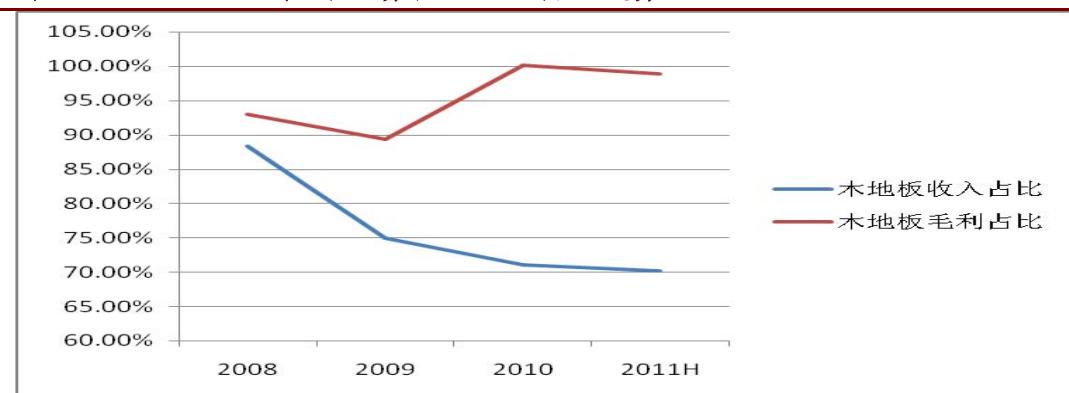


资料来源：公司资料 宏源证券

图 4：2006-2011E 公司地板销售额走势(万元)



资料来源：公司资料 宏源证券

图 5：2008-2011H 公司地板业务收入及毛利占比走势


资料来源：公司资料 宏源证券

三、中纤板产能急剧扩大

(一) 2012 年产能增长 45%

公司目前中纤板产能为 54 万立方米，包括温江 16 万 (IPO 以前)、广元 22 万(IPO 募投)及达州 16 万 (增发)。

从 2011 年的情况看，因为生产厚板，温江实际生产 13 万；广元没有达产，只有 80% 的产能，期间经历了 20 天检修、停产一个月；而达州四季度试生产。因此 2011 年内公司中纤板实际生产约 31 万方。

2012 年，2011 年定增募投的达州在二季度正式生产，按第一年产能利用率 60-70%，产量约 7 万立方米 ($16 \times 0.75 \times 0.6 = 7$)；因为达州生产厚板，温江的厚板将被替换出来，生产 16 万薄板。

从毛利率看，薄板和厚板差异不大。

表 2：中纤板产能情况

		设计产能	2011	2012	2013
温江 (万方)	IPO 前	16	13 (厚板)	16	16
广元 (万/方)	IPO 募投	22	18(产能 80%)	22	22
达州 (万/方)	定增募投	16	Q4 试生产	7	7
合计		54	31	45	54

资料来源：中国木材网 公司数据 宏源证券

(二) 中纤板收入快增而毛利走低

公司中纤板自用的仅有 6.7 万立方米。

公司中纤板收入从 2008 年的 5596 万元增长至 2010 年的近 1.8 亿元，但毛利率却从 2008 年的 18% 下降至 2010 年的 13.7%，2011 年中期又进一步降至不足 11%。

目前价格看，中纤板每立方米的报价约 1800-1900 元。因此公司中纤板全年有望实现近 5 亿元的销售，虽然中期仅 1 亿元出头。

国内中纤板产需基本平衡、略微过剩，由于受家具出口及房地产调控的影响，下游需求有所下降。另外中纤板原料价格近几年涨幅较大，如枝桠材 08 年前后为 300 元每吨，而目前达到 460-470 元。上下游等各种因素导致了中纤板毛利率的走低。

判断，目前中纤板应该是一个周期性的相对低点，进一步下滑的空间不大。

表 3：中纤板销售收入及毛利率走势

	2008	2009	2010	2011H	2011
收入（万元）	5,596	13,706	17,926	10,572	47,000
毛利率	18%	11.95%	13.77%	10.99%	11.20%

数据来源：中国木材网 公司数据 宏源证券

公司中纤板在西南市场属二线品牌领头位置，占有率排第三，低于大亚和乐山吉象。

(三) 增值税返还 2012 年问题不大

根据财政部、国家税务总局 [2009] 148 号文《财政部 国家税务总局关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》，自 2009 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日，对纳税人销售的以三剩物、次小薪材、农作物秸秆、蔗渣等 4 类农林剩余物为原料自产的综合利用产品由税务机关实行增值税即征即退办法，具体退税比例 2009 年为 100%，2010 年为 80%。公司所生产的木纤维板产品被列入实行增值税即征即退的综合利用产品目录中。

2011 半年报，公司净利润下滑近 50%，一个重要的原因是上年同期收到纤维板增值税退税款 1,540 万元，而 2011 中报纤维板增值税退税政策暂未执行。

公司介绍，2011 年拿到该项退税的可能性已经很小，而 2012 年获得退税的问题不大，传闻财政部及国税总局已经批了。退税比例推测在 80% 左右。

预测公司 2012 年能获得增值税返还 2000-3000 万元。

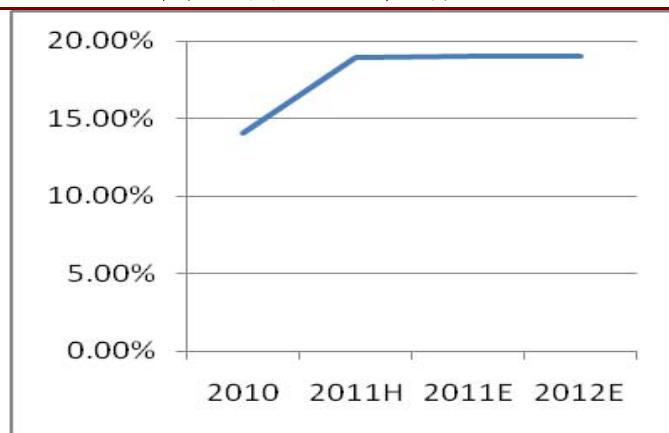
四、木门及其他

目前公司木门收入不大，仅 1000 多万，由于定增项目升达家具的木门产能没有释放，目前公司的木门均是小厂代工的。

升达家具 30 万套木门产能 2012 年将初步释放。估计年内能生产 10 万套左右，按 900-1000 元每套价格计算，收入亿元左右。

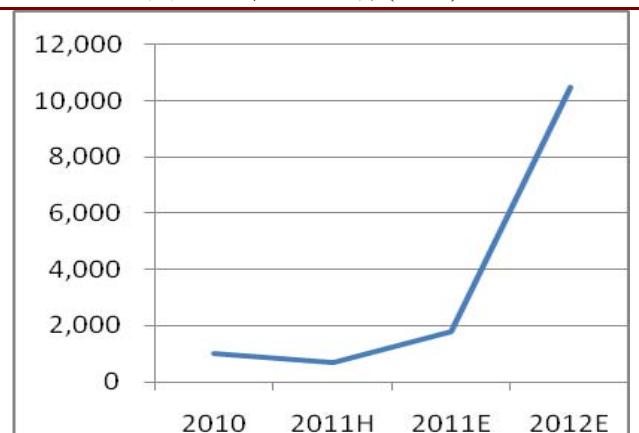
木门毛利率介于地板和中纤板之间，毛利率在 20% 左右，2011H1 为 18.95%。

图 6：2010 年来公司木门毛利率走势



资料来源：公司资料 宏源证券

图 7：公司木门销售收入走势(万元)



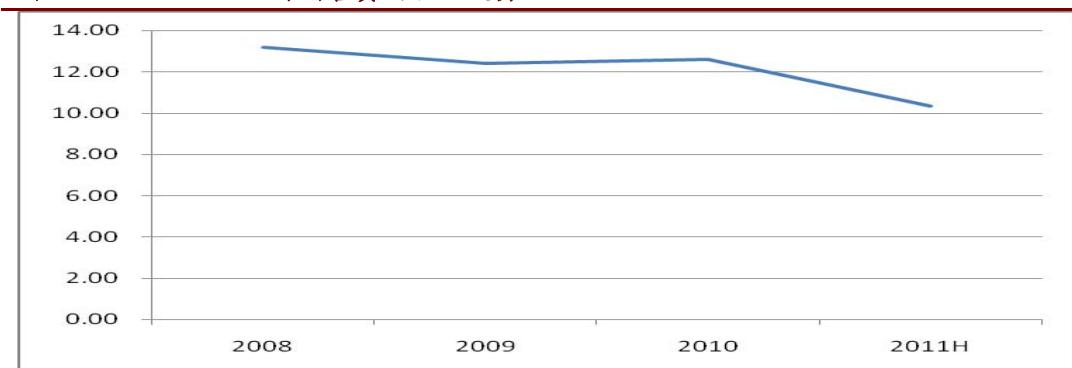
资料来源：公司资料 宏源证券

五、费用

(一) 销售费用率看降

公司近几年的销售费用率基本稳定在 12-13% 左右，2011 年中期降至 10.33%，走势基本稳定、略有下降。

公司销售费用前景看，中纤板基本没有销售费用，木门销售有一些，而虽然地板网点未来几年会翻一番，达到 2000 个，但因为主要是加盟及特许经营，因此，销售费用未来走势依然看降。

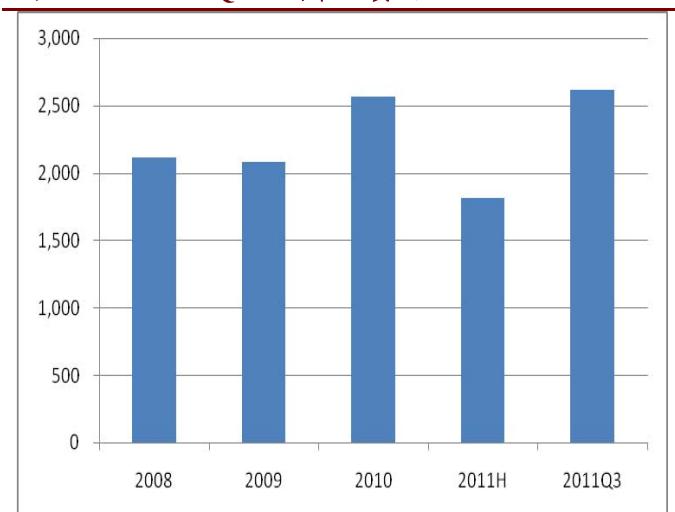
图 8: 2008-2011H 公司销售费用占比走势


资料来源：公司资料 宏源证券

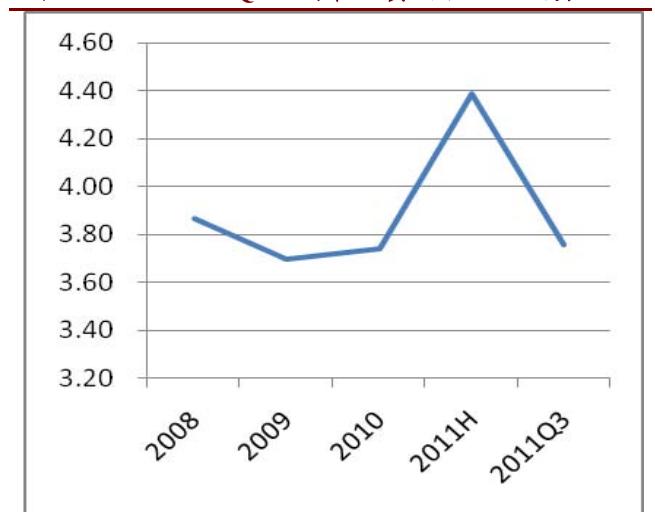
(二) 管理费用率上升主要源于在建项目转固

从过去几年的数据看，2008-2010 年，公司管理费用每年维持在 2000-2500 万元，费用率 3.7%-3.8%。

2011 中期管理费用率上升较快，主要受升达广元转固的影响（2011 年转完）。达州项目在 2012Q2 转固，升达家具（木门项目）在 2012 年下半年转固。

图 9: 2008-1011Q3 公司管理费用（万元）


资料来源：公司资料 宏源证券

图 10: 2008-2010Q3 公司管理费用收入比(%)


资料来源：公司资料 宏源证券

(三) 财务费用率上升主要受加息影响

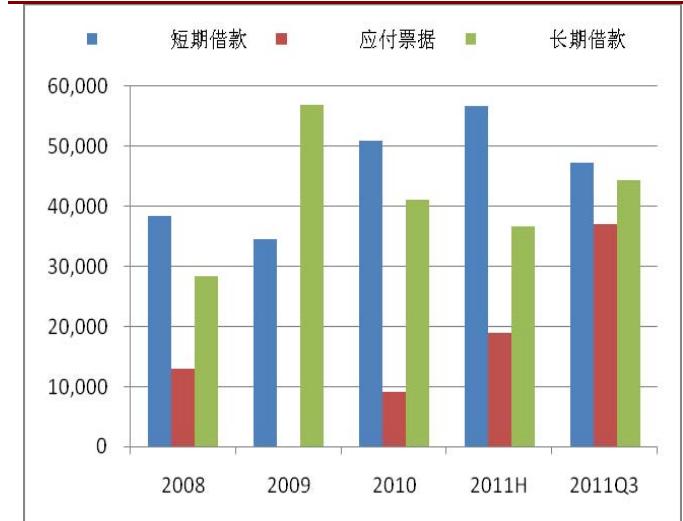
公司各项负债融资中（短期借款、应付票据、长期借款），2011 年增加了票据融资的

力度，减少了短期借款，长期借款波动不大。

从财务费用率来看，2008-2010年基本稳定在7%以上，2011年达到9%左右。

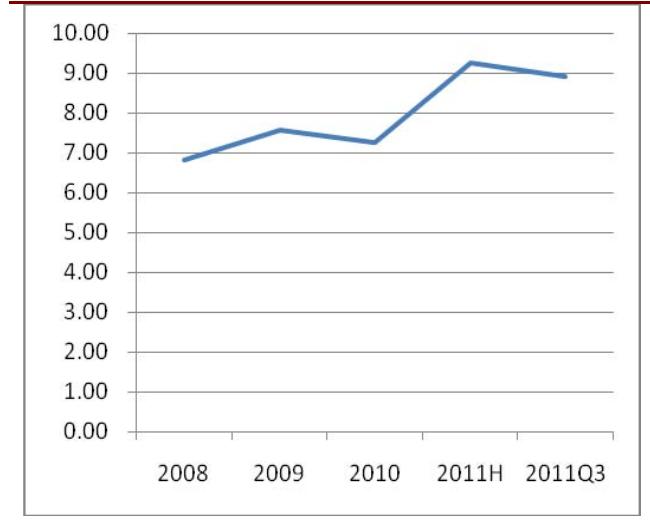
2011年财务费较2010年上涨超过3000万元，源于两方面原因：融资余额较2010年增加3亿元；加息导致贷款率上升。

图 11：2008-1011Q3 公司各项借款（万元）



资料来源：公司资料 宏源证券

图 12：2008-2010Q3 公司财务费用收入比走势(%)



资料来源：公司资料 宏源证券

六、分项盈利预测

(一) 各项业务及增长点

公司2012年的利润增长点在于：增值税返还(一季度末，2000-3000万元)、柬埔寨项目(1000万元左右)、降息(大概率事件，减少财务费用1000万元)及中纤板产能如期的扩张。

2013年的看点：柬埔寨木材项目及木薯种植、退税及中纤板毛利率的提升。

表 4：升达林业分项业务盈利预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
木材						
销售额(万元)					5,250	19,000
毛利(万元)					2,625	9,500
毛利率(%)					50%	50%
地板						
销售额(万元)	48,346	41,896	47,842	28,059	52,500	53,000
毛利(万元)	14,982	14,450	15,678	9,478	17,745	17,914

毛利率 (%)	30.99%	34.49%	32.77%	33.78%	33.80%	33.80%
中纤板						
销售额 (万元)	5,596	13,706	17,926	10,572	47,000	67,000
毛利 (万元)	1,007	1,638	2,468	1,162	5,264	7,705
毛利率 (%)	18%	11.95%	13.77%	10.99%	11.20%	11.50%
木门						
销售额 (万元)		1,005	693	1800	10500	
毛利 (万元)		142	131	342	1,995	
毛利率 (%)		14.08%	18.95%	19%	19%	
柜体及其他						
销售额 (万元)		514	636	1300	2500	
毛利 (万元)		-29	107	221	425	
毛利率 (%)		-5.67%	16.86%	17%	17%	
营业总收入	54,681	55,898	67,287	39,960	102,600	133,000
毛利 (万元)	15,990	16,088	18,259	10,879	23,572	30,664
毛利率 (%)	29.48%	28.93%	23.26%	23.99%	22.97%	23.06%

资料来源：公司数据 宏源证券

(二) 目前我国林产品现状

1、我国森林资源

1949 年新中国成立以来，我国先后共开展了七次全国森林资源清查。第七次全国森林资源清查（2004—2008 年）结果显示，全国森林面积 19545.22 万公顷，活立木总蓄积 149.13 亿立方米，森林蓄积 137.21 亿立方米，森林覆盖率 20.36%，比 1949 年的 8.6% 净增 11.76 个百分点。我国森林面积居俄罗斯、巴西、加拿大、美国之后，列世界第五位；森林蓄积量居巴西、俄罗斯、美国、加拿大、刚果民主共和国之后，列世界第六位。我国人工林保存面积 6168.84 万公顷，蓄积 19.61 亿立方米，人工林面积列世界第一位。

除香港、澳门和台湾地区外，全国有林地面积 18138.09 万公顷。按林种划分，公益林、商品林面积分别占 52.41% 和 47.59%，其中公益林面积中防护林 8308.38 万公顷、特种用途林 1197.82 万公顷；商品林面积中用材林 6416.16 万公顷、薪炭林 174.73 万公顷、经济林 2041 万公顷（其中油茶林 320 万公顷）。按土地权属划分，国有林 7246.77 万公顷，集体林 10891.32 万公顷，分别占 39.95% 和 60.05%。按林木权属划分，国有的 7143.58 万公顷，集体经营的 5176.99 万公顷，个体经营的 5817.52 万公顷，分别占 39.38%、28.54% 和 32.08%。全国现有天然林面积 11969.25 万公顷，占有林地面积的 65.99%；蓄积 114.02 亿立方米，占全国森林蓄积的 85.33%。全国现有人工林面积 6168.84 万公顷，占有林地面积的 34.01%；蓄积 19.61 亿立方米，占全国森林蓄积的 14.67%。

总体上看，我国森林资源仍存在总量不足、质量不高、分布不均衡的问题。我国的森

林覆盖率只有世界平均水平 30.3% 的 2/3，**人均占有森林面积不到世界人均占有量 0.62 公顷的 1/4，人均占有森林蓄积量仅相当于世界人均占有蓄积量 68.54 立方米的 1/7 强。**造林良种使用率仅为 51%，与林业发达国家的 80% 相比，还有很大差距。除香港、澳门和台湾地区外，在我国现有森林中，**中、幼龄林比重较大，面积占乔木林面积的 67.25%，蓄积量占森林蓄积量的 40.03%。**从地域分布上看，我国东北的大、小兴安岭和长白山，西南的川西川南、云南大部、藏东南，东南、华南低山丘陵区，以及西北的秦岭、天山、阿尔泰山、祁连山、青海东南部等区域，森林资源分布相对集中；而地域辽阔的西北地区、内蒙古中西部、西藏大部，以及人口稠密、经济发达的华北、中原及长江、黄河中下游地区，森林资源分布较少。

2、中国林业发展报告

国家林业局发布的《2011 年中国林业发展报告》显示，**2010 年，全年实现林业产业总产值 22779.02 亿元（按现价计算），比 2009 年增加 5285.29 亿元，增长 30.21%。**其中第一、二、三产业分别增长 23.11%、36.24% 和 29.43%。林业三次产业的产值结构由 2009 年的 41.30：49.84：8.86 调整为 39.05：52.14：8.81。分地区看，东部 10 省林业产业总产值比重较大，占全部林业产业总产值的 48.68%；中部 6 省林业产业总产值为 4574.59 亿元。东部省份增长较快，比 2009 年增长 34.98%。林业产业总产值超过 1000 亿元的省份共有 9 个，**广东、山东、浙江、福建位居前四。**

2010 年木材产量恢复增长，达到 8089.62 万立方米，比 2009 年增长 14.45%。锯材产量持续增长，产量为 3722.63 万立方米，比 2009 年增长 15.26%。人造板产量快速增长，产量达到 15360.83 万立方米，比 2009 年增长 33.03%。其中，胶合板 7139.66 万立方米，比 2009 年增长 60.40%；纤维板 4354.54 万立方米，比 2009 年增长 24.82%；刨花板产量 1264.20 万立方米，比 2009 年下降 11.66%；其他人造板 2602.43 万立方米（细木工板占 63.49%），比 2009 年增长 19.61%。木竹地板产量快速增长，达到 4.79 亿平方米，比 2009 年增长 26.92%。其中，**实木木地板 1.12 亿平方米，占全部木竹地板产量的 23.32%；复合木地板 2.68 亿平方米，占全部木竹地板的 55.97%；**其他木地板 5979.62 万平方米，占全部木地板产量的 12.48%；竹地板 3940.40 万平方米，占全部木地板产量的 8.22%。2010 年，全国木制家具总产量 26073 万件，比 2009 年增长 27.18%。木浆产量 708 万吨，比 2009 年增长 28.49%。

2010 年，新造经济林面积 111.09 万公顷，比 2009 年增长 10.81%。各类经济林产品总量达到 1.26 亿吨。竹材产量为 14.30 亿根，比 2009 年增长 5.42%。年末实有花卉种植面积 76.40 万公顷；切花切叶 125 亿支；盆栽植物 29 亿盆；观赏苗木 57 亿株；草坪 3.23 亿平方米。

2010 年，国有林区（包括 135 个木材采运企业和 20 个重点营林局）主要经济效益指标保持稳定。国有林区总资产贡献率 2.60%，比 2009 年下降 1.0 个百分点；企业资本保值增值率 100.80%，比 2009 年提高 1.7 个百分点；资产负债率 58.00%，比 2009 年提高 4.1 个百分点；流动资产周转率 0.6 次，比 2009 年减少 0.1 次；成本费用利润率 10.20%，比 2009 年下降 4.3 个百分点；企业全员劳动生产率 14443 元/人，比 2009 年增加 3256 元/人；产品销售率 87.90%，比 2009 年下降 4.3 个百分点。

3、中国林业十二五规划

主要目标。5 年完成新造林 3000 万公顷、森林抚育经营（含低效林改造）3500 万公顷，全民义务植树 120 亿株。到 2015 年，**森林覆盖率达到 21.66%，森林蓄积量达到 143**

亿立方米以上，森林植被总碳储量力争达到 84 亿吨，重点区域生态治理取得显著成效，国土生态安全屏障初步形成，林业产业总产值达到 3.5 万亿元，特色产业和新兴产业在林业产业中的比重大幅度提高，产业结构和生产力布局更趋合理；生态文化体系初步构成，生态文明观念广泛传播。

2015 年林业发展主要指标如下：

- ◆ 林地保有量达到 3.09 亿公顷；
- ◆ 国家级公益林保护面积达到 1.13 亿公顷；
- ◆ 新增沙化土地治理面积达到 1000 万公顷以上；
- ◆ 湿地面积达到 4248 万公顷，自然湿地保护率达到 55% 以上；
- ◆ 林业自然保护区面积占国土面积比例稳定在 13% 左右，林业系统国家级自然保护区面积达到 7200 万公顷以上；
- ◆ 90% 以上国家重点保护野生动物和 80% 以上极小种群野生植物种类得到有效保护；
- ◆ 义务植树尽责率达到 65%，城市建成区绿化覆盖率达到 39%，人均公园绿地面积达到 11.2 平方米，村屯建成区绿化覆盖率达到 25%；
- ◆ 商品材年产量达到 1 亿立方米左右，人工林商品材供应率达到 70% 左右；
- ◆ 主要经济林产品总产量达到 2 亿吨，产值 7000 亿元；
- ◆ 林业生物质能源占我国可再生能源比例达到 2%；
- ◆ 主要造林树种种子全部实现基地供种，良种使用率达到 65%；
- ◆ 森林火灾受害率稳定控制在 1‰ 以下；
- ◆ 林业有害生物成灾率控制在 4.5‰ 以下；
- ◆ 科技进步贡献率达到 50%；
- ◆ 集体林地确权率和林权证发放率达到 90% 以上；
- ◆ 林业生产累计直接提供就业机会 100 亿个工日；
- ◆ 森林公园总数达到 3000 个，面积达到 1800 万公顷，森林旅游累计接待游客 18 亿人次，产值 7000 亿元。

加快发展林业产业体系。一是加快发展绿色富民产业，包括大力发展油茶、核桃等木本粮油和特色经济林产业，积极推动林下经济，加快发展森林旅游业，大力培育竹产业，加快培育花卉苗木产业，积极推进野生动植物繁育利用产业，大力发展战略性新兴产业；

二是加快木材战略储备生产基地建设，全面提高基地木材产出率、立足国内解决我国木材需求、建立一批木材基地县和国家木材战略储备基地、保障木材安全为目标，加强基础设施建设，力争使单位面积木材年生长量达到一般人工林的 2 倍左右；三是大力提升林产工业，包括加快木材加工产业结构调整，着力提高林产化工业水平，大力发展战略性新兴产业。

化；四是发展林业战略性新兴产业，包括加快生物质能源林基地建设，积极培育林业生物产业、新能源产业和新材料产业。

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员，经济学硕士，高级经济师。

主要研究覆盖公司：雏鹰农牧、登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。