



# 依托林业资产 分享平潭政策红利

买入 首次

目标价格：9元

## 投资要点：

- 借助平潭岛发展的重要契机获得战略转型机会。
- 依托林业资产，分享政策红利
- 注册地迁往平潭，享受国家、省及平潭的税收优惠政策。

## 报告摘要：

- 公司借助平潭岛发展重要契机获取承包收益。1、绿化项目。平潭管委会支持公司为平潭岛建设提供城市绿化并参与防护林建设。未来3年投资50亿元建设环岛公路，每公里投入2000万元的造林绿化费用，使公司获得重要商机。公司自有林地130万亩，有十多万亩苗木基地，自有苗木可以移植到平潭用于道路绿化。2、混凝土项目。平潭岛只批准三个混凝土项目，中福实业的90万方混凝土项目，中国水利30万方，远大（民企）30万方，由于是寡头垄断经营，每方净利可达100元。3、总部写字楼建设项目。全岛目前没有任何一座写字楼。公司将紧急盖5万平米30层写字楼，除了自用可以租售，计划两年建成。4、建材市场项目。公司计划通过招拍挂买130亩地建一个建材市场，预计投资8亿元，项目1年建成后将租给红星美凯龙等专业运营商经营。4个项目是公司主业从林业转型建筑市场运营的重要举措，并将享受平潭各项政策支持和税收优惠，获取先试先行得垄断利润。
- 享受各级税收优惠政策，公司实际所得税税负仅10%。从公司注册地迁到平潭开始，公司将享受平潭特区的各项优惠政策。
- 投资项目所需资金均已经落实。去年增发募投资金剩余3亿元计划改投平潭，政府配套贷款3亿元。另有与股份制银行商谈发行中期债券计划用于平潭岛投资。新增项目所需资金将考虑通过增发筹集。
- 盈利预测与估值。根据我们的业绩估值模型，预期2011-2013年公司的EPS分别为0.06元、0.36元、0.72元，按11月18日的公司收盘价为7.66元计算，对应的市盈率分别为124.63倍、21.5倍、10.58倍。我们按2012年25倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为9元，首次给予“买入”评级。

## 中小市值上市公司研究组

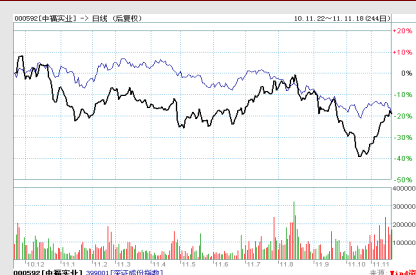
### 高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

## 市场表现



数据来源：Wind

## 公司 2011 三季报数据

基本每股收益	0.026
摊薄每股收益	0.026
净资产收益率	1.7%
发行股数(亿)	6.52
流通股(亿)	5.7
流通股市值(亿)	43.66
11月19日收盘价(元)	7.66

数据来源：聚源

## 第一家将注册地迁往平潭的上市公司

2011年9月20日，公司第七届董事会2011第七次会议审议通过《关于同意与福建省平潭综合实验区管委会签订合作框架协议的议案》，公司拟在平潭综合实验区投资建设装饰装修市场、混凝土搅拌、建材物流和城市绿化等项目；平潭管委会同意对于公司在平潭综合实验区内开展的上述项目给予政策范围内最优惠的土地价格和税收待遇。

协议规定公司可实施的项目包括：

1、以有条件挂牌方式征地100亩用于建材综合交易市场及综合配套建筑的建设，由公司引进国内知名家装建材品牌企业共同经营交易市场。按照平潭岛目前的投资建设规划看，100亩地用于建材综合交易市场并不能够满足以后的开发建设需求，预计后期会增加征地范围到130-150亩。

2、在平潭综合实验区以挂牌方式设立年总产能不少于90万立方米的混凝土搅拌生产企业。平潭岛目前需要大量的交通建设，包括桥梁、机场及通往台湾岛的道路建设等，这些基础设施的建设对混凝土搅拌生产有大量的需求，是企业未来盈利重要增长点。

3、在平潭综合实验区总部经济规划区内以挂牌方式取得地块用于建设总部大楼。这属于公司从事房地产业务的开发经营，不但能够多元化公司的业务，而且随着平潭岛开发的加速进行，也会拉动房地产需求的增长，公司未来能够从获取不少盈利。

4、另外，平潭管委会支持公司发挥林业上市公司的优势，为平潭岛建设提供城市绿化并积极参与平潭岛的防护林建设。目前岛上的建设刚刚起步，几乎没有绿化，预计公司每年可以拿到好几亿元的绿化工程，中央绿化投入前2年每年15亿元，三年50亿元。未来的城市绿化与防护林建设有非常巨大的盈利空间。

此项协议的签订将成为公司业绩增长的拐点，公司未来的发展可以搭上政府政策对平潭岛投资支持的便车，将带来巨大的盈利。公司注册地已经变更为平潭综合实验区管委会现场指挥部办公大楼一楼，成为A股唯一注册地在平潭岛的公司，公司与平潭管委会达成互利双赢的协议，将吸引更多的上市公司上岛开发。

由于2010年底福建省委省政府发布《关于加快造林绿化推进森林福建建设的通知》使得公司林业主业发展在未来二、三年内受到一定政策性限制。公司正好可以借助平潭岛开发的时机，进行主业的转移。由于平潭岛的各项重大工程正在加紧建设中，“十二五”期间将完成投资2500亿元以上，基础设施和公用设施的建设将为公司提供巨大的市场。公司参与平潭岛的建设投资将成为公司业绩的新的增长点。

总的来看，公司搭上平潭岛开发建设的便车，在短期内业绩会出现大幅的增长，主要是受益于平潭特区的开发；长期看依然是公司主业林业价值增值以及总部基地、建材市场等项目的运营而带来的长期利润增长。

平潭特区计划投资建设9个码头，其中5个已经在建，公司经营建材市场，未来可能考虑购买或租用其中一个码头泊位作为进出岛的通道。

## 收入预测假设

我们对公司的主营业务做出以下的假设和预测：

**1、林业收入。**公司未来林业业务方面主要有三个计划：一是进一步扩大植树造林面积、研究 CDM 业务。目前，已经与绿化工程公司谈了 4、5 家。可以移植出去的绿化苗 10 万亩地主要考虑移植成本，利润空间很大。

二是种苗收入，目前种苗中心以杉木、桉树的培养为主，明年种苗的收入规模预计可达 3000 万元，毛利率 40% 左右，以后会逐年增长

三是绿化苗的收入。公司在全省拥有 130 万亩林地，有十几万亩的阔叶树，大树移植卖出可直接兑现利润。中央未来三年投资 50 亿元建设绿化及防护林项目，我们预计公司 2012 年拿到 1.5 个亿，201 年 3 拿到 2.4 个亿，2014 年拿到 3 个亿的绿化项目。

**2、密度板收入。**中纤板共 4 条生产线：龙岩、漳州各一条、建瓯两条。漳州去年动工 4 英尺生产线第一条，这是公司用募集资金建设的全国最好的一条生产线。

**3、平潭岛总部基地大楼项目收入预测。**总部基地地处平潭跨海大桥金井组团，大楼预计建设期 2 年，30 层左右，设计建筑面积 5 万平米。公司计划自己用 1-2 层，约 3000 平米，卖一部分，加起来总共约 2 万平米，按每平米 1.5 万元计算，实现收入 2.55 亿元。剩下的 3 万平米全部出租。租金按照每月每平米 100 元计算，每年实现租金收入 3600 万。预计公司 2012 年可以确认售楼收入 1.27 亿元，确认租金收入 1800 万；2013 年确认剩下部分，售楼收入 1.27 亿和租金 3600 万。

**4、建材城项目收入预测。**公司投资 8 个亿建设 15 万平米的建材城，建设期为一年。其中 5 万平作为店铺出售，预计按每平米 1.5 万元可以售得 7.5 个亿。拿地成本为 70-80 万每亩，即 1050-1200 元每平方米，另外每平方米的建安成本 2000 元，装修成本 2000 元，成本共计 5200 元，粗算约为 6000 元。那么出售的 5 万平米的店铺可得利润 4.5 亿元。预计公司 2012 年确认收入 3.75 亿。剩下 3.75 亿元 2013 年确认。

此外，剩下的 10 万平米租给红星美凯龙经营，装修后每平米租金每月 80 元，全年共计 9600 万，约为 1 亿，2013 年实现收入。

**5、三材贸易收入。**公司以建材城为平台，经营混凝土等。预计混凝土业务公司每立方利润为 100 元，按公司与平潭岛合作协议上注明的 90 万立方计算，每年实现利润 9000 万，预计 2012 年就可贡献收入和利润。

**表 1：营业收入预测（万）**

中福实业	2009	2010	2011 中期	2011E	2012E	2013E	2014E
密度板	227.68	381.56	220.05	573.80	400	448	452
林业及林业产品	85.74	106.06	26.86	58.8	150	240	320
平潭岛基地大楼						145.5	163.5
建材城						375	475
建材销售					180	300	360
营业收入总计				632.6	730	1508.5	1770.5

资料来源：宏源证券 wind

## 盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型，预期 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.06 元、0.36 元、0.72 元，按 11 月 18 日的公司收盘价为 7.66 元计算，对应的市盈率分别为 124.63 倍、21.5 倍、10.58 倍。我们按 2012 年 25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 9 元，首次给予“买入”评级。

## 盈利预测表

表 3：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	499	633	730	1,509
减：营业成本	384	525	439	905
营业税金及附加	3	4	4	8
销售费用	6	9	6	12
管理费用	44	52	51	106
财务费用	21	14	15	19
资产减值损失	0	1	0	(1)
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	39	27	214	460
加：营业外收支净额	0	25	25	25
三、利润总额	93	52	239	485
减：所得税费用	2	1	2	4
四、净利润	91	51	237	481
归属于母公司的利润	69	40	232	472
五、基本每股收益（元）	0.00	0.06	0.36	0.72

资料来源：宏源证券

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	570	158	183	377
应收票据	25	19	22	45
应收账款	99	127	146	302
预付账款	36	44	51	106
其他应收款	19	24	28	57
存货	647	1,050	879	1,810
其他流动资产	36	0	0	0
流动资产合计	1,432	1,422	1,308	2,697
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	269	344	413	475
在建工程	6	106	306	606
无形资产	44	41	38	35
其他非流动资产	149	149	149	149
非流动资产合计	494	667	933	1,292
资产总计	1,927	2,089	2,241	3,989

短期借款	344	407	335	1,520
应付票据	0	0	0	0
应付账款	5	7	6	13
预收账款	14	16	16	16
其他应付款	60	55	55	55
应交税费	(4)	3	3	3
其他流动负债	57	0	0	0
流动负债合计	476	488	415	1,606
长期借款	179	279	279	379
其他非流动负债	29	29	29	29
非流动负债合计	208	308	308	408
负债合计	684	796	723	2,014
股本	652	652	652	652
资本公积	739	739	739	739
留存收益	33	71	292	740
少数股东权益	243	254	259	269
所有者权益合计	1,667	1,717	1,942	2,400
负债和股东权益合计	1,927	2,513	2,665	4,414

表 5：主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		82.0	21.0	12.8
成长能力：				
营业收入同比	54.5%	26.8%	15.4%	106.6%
营业利润同比	5.3%	-31.5%	694.4%	114.7%
净利润同比	22.8%	-43.9%	365.2%	103.1%
营运能力：				
应收账款周转率	6.89	5.60	5.36	6.74
存货周转率	0.64	0.62	0.46	0.67
总资产周转率	0.33	0.32	0.34	0.48
盈利能力与收益质量：				
毛利率	23.0%	17.0%	39.8%	40.0%
净利率	13.9%	6.3%	31.8%	31.3%
总资产净利率 ROA	3.6%	1.9%	10.4%	11.8%
净资产收益率 ROE	4.2%	2.3%	12.0%	19.7%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	3.01	2.91	3.15	1.68
资产负债率	35.5%	38.1%	32.3%	50.5%
长期借款/总负债	26.2%	35.0%	38.6%	18.8%
每股指标：				

每股收益	0.00	0.06	0.36	0.72
每股经营现金流量		(0.55)	0.65	(0.99)
每股净资产		2.63	2.98	3.68

资料来源：宏源证券

**利润表**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	499	633	730	1,509
减：营业成本	384	525	439	905
营业税金及附加	3	4	4	8
销售费用	6	9	6	12
管理费用	44	52	51	106
财务费用	21	14	15	19
资产减值损失	0	1	0	(1)
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	39	27	214	460
加：营业外收支净额	0	25	25	25
三、利润总额	93	52	239	485
减：所得税费用	2	1	2	4
四、净利润	91	51	237	481
归属于母公司的利润	69	40	232	472
<b>五、基本每股收益 (元)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.06</b>	<b>0.36</b>	<b>0.72</b>

**资产负债表**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	570	158	183	377
应收票据	25	19	22	45
应收账款	99	127	146	302
预付账款	36	44	51	106
其他应收款	19	24	28	57
存货	647	1,050	879	1,810
其他流动资产	36	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,432</b>	<b>1,422</b>	<b>1,308</b>	<b>2,697</b>
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	269	344	413	475
在建工程	6	106	306	606
无形资产	44	41	38	35
其他非流动资产	149	149	149	149
<b>非流动资产合计</b>	<b>494</b>	<b>667</b>	<b>933</b>	<b>1,292</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,927</b>	<b>2,089</b>	<b>2,241</b>	<b>3,989</b>
短期借款	344	407	335	1,520
应付票据	0	0	0	0
应付账款	5	7	6	13
预收账款	14	16	16	16
其他应付款	60	55	55	55
应交税费	(4)	3	3	3
其他流动负债	57	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>476</b>	<b>488</b>	<b>415</b>	<b>1,606</b>
长期借款	179	279	279	379
其他非流动负债	29	29	29	29
<b>非流动负债合计</b>	<b>208</b>	<b>308</b>	<b>308</b>	<b>408</b>
<b>负债合计</b>	<b>684</b>	<b>796</b>	<b>723</b>	<b>2,014</b>
股本	652	652	652	652
资本公积	739	739	739	739
留存收益	33	71	292	740
少数股东权益	243	254	259	269
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,667</b>	<b>1,717</b>	<b>1,942</b>	<b>2,400</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,927</b>	<b>2,513</b>	<b>2,665</b>	<b>4,414</b>

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>BV/EBITDA</b>	<b>82.0</b>	<b>21.0</b>	<b>12.8</b>	
<b>成长能力：</b>				
营业收入同比	54.5%	26.8%	15.4%	106.6%
营业利润同比	5.3%	-31.5%	694.4%	114.7%
净利润同比	22.8%	-43.9%	365.2%	103.1%
<b>营运能力：</b>				
应收账款周转率	6.89	5.60	5.36	6.74
存货周转率	0.64	0.62	0.46	0.67
总资产周转率	0.33	0.32	0.34	0.48
<b>盈利能力与收益质量：</b>				
毛利率	23.0%	17.0%	39.8%	40.0%
净利率	13.9%	6.3%	31.8%	31.3%
总资产净利率ROA	3.6%	1.9%	10.4%	11.8%
净资产收益率ROE	4.2%	2.3%	12.0%	19.7%
<b>资本结构与偿债能力：</b>				
流动比率	3.01	2.91	3.15	1.68
资产负债率	35.5%	38.1%	32.3%	50.5%
长期借款/总负债	26.2%	35.0%	38.6%	18.8%
<b>每股指标：</b>				
每股收益	0.00	0.06	0.36	0.72
每股经营现金流量		(0.55)	0.65	(0.99)
每股净资产		2.63	2.98	3.68

**现金流量表**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(96)	(359)	424	(648)
投资活动现金流量	(161)	(200)	(300)	(400)
筹资活动现金流量	759	147	(99)	1,242
现金及等价物净增加	502	(412)	24	195

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

### 分析师简介:

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司高级研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

### 机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。