精细化管理的林板一体化领先企业

——丰林集团新股点评

丰林集团
601996

首次	不评级

分析师：李臣燕
投资咨询执业证书编号：
S0630511010002
联系信息：
010-59707102
lcy@longone.com.cn

联系人：李其东
021-50586660-8646
liqd@longone.com.cn

日期
分析：2011 年 9 月 21 日
调研：无

价格
合理价格区间：12.75 元－14.28 元

公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.48	0.51	0.58	0.80
PE				
PB				

注：EPS为最新股本摊薄后数据

事件

丰林集团（601996）首次公开发行 A 股，本次将发行不超过 5,862 万股，占发行后总股本 23,446 万股的 25%。

评述

公司是我国最大的“林板一体化”木业集团之一。公司业务涵盖人造板和营林造林两大板块，人造板业务涉及中（高）密度纤维板、胶合板的生产销售，纤维板的销售收入占公司营业收入的比例维持在90%左右，毛利占比80%以上。公司在广西建立了南宁、百色、珠江、上思四个人造板生产基地，拥有53万m³/a的人造板产能（其中纤维板产能49万m³/a、胶合板产能4万m³/a），速丰林种植面积达20余万亩。

人造板行业战略地位突出，在政策扶植下保持高速发展。人造板原料来源广，物理稳定性强，已成为天然木材的主要替代品并广泛应用于家具制造、建筑装饰、地板制造等领域，起到了减少森林砍伐、保护天然森林资源的重大作用。在国家多项政策的扶植下，我国在只占有世界森林资源4.7%、活立木蓄积量3%的情况下，生产了超过全球40%的人造板产品，成为人造板生产、消费和进出口贸易的第一大国。2009年我国人造板产量达到1.1547亿m³，2010年为1.5361亿m³，同比增长33.03%，今年上半年同比增长38%，随着三季度进入下游消费备货旺季，预计下半年景气度将继续升温，全年有望保持同比40%的增速。

精细化管理保障公司的外延式扩张。目前我国人造板行业市场集中度较低，如纤维板行业最大龙头企业市场占有率不足4%，多数企业不能形成规模经济效益，一些小企业产能利用率、产成品率低下，质量和环保性能较差，行业整合势在必行，这给公司带来外延式扩张的机会。公司优秀的人才团队保证了精细化管理的到位，以董事长刘一川为首的国际化管理团队，以总经理王高峰为首的行业专家团队成就了公司稳定的业绩增长。未来公司可能通过输出管理、品牌和技术等实现做大做强，主要通过并购途径在3-5年内达到人造板产能150万m³，进入国内同行业前三强的目标。

林木资源带来成本优势，技术及品牌优势提供高溢价。公司近四年毛利率稳定在20%左右的较高行业水平，原因有三：1、广西森林资源优势。公司所在广西省是我国最大的人工林、速生丰产林和经济林基地，人工林面积7,300多万亩，速丰林面积2,700多万亩，经济林3,300万亩，每年商品材采伐限额1,313万m³，四项林业关键指标均居全国第一。依托广西丰富的森林资源优势并通过加大营林造林力度，公司木质原料采购成本比国内平均采购价格一般折价20%左右，成本优势明显。2、公司具有技术和

设备优势。公司掌握了行业关键的甲醛释放量控制技术、阻燃板技术、生物组培技术，连续平压生产线是从美国、德国、意大利进口的整套设备，是国内单线生产能力最大的生产线之一。3、质量和品牌优势。公司长期坚持"以质取胜，争创名牌"的发展战略，纤维板产品各项技术指标均达到或高于国家标准。公司稳定的产品质量促进公司品牌形象不断提升，荣获了"广西名牌产品"称号，得到了大自然地板、全友家私、明珠家具等下游行业龙头企业的认同。

募投项目聚焦高附加值、高回报项目。阻燃人造板项目市场空间大，附加值高，巩固公司在阻燃板市场的先发优势，并有利于公司向海外市场拓展；单板层积材（LVL）项目将拓宽公司产品线，带来可观效益；林木业务是公司毛利率最高的业务，桉树速丰林项目延续林木资源优势，投资回报丰厚。募投项目的实施将进一步完善公司的产品结构，实现产品差异化发展战略，扩充公司人造板的产能，夯实公司长期可持续发展的资源基础，巩固"林板一体化"经营模式，提升公司的行业地位，从而进一步增强公司核心竞争力，提升持续盈利能力。

表 1：公司募投项目分析

项目名称	投资总额（万元）	财务内部收益率（税后）	投 回报期	建设期(年)	达产后年均销售收入（万元）	达产后年均净利润（万元）
广西丰林木业集团股份有限公司8万m³/a阻燃人造板项目	9,033.33	27.57%	4.95	1	18,910.00	2,311.91
广西丰林林业有限公司百色桉树速生丰产林基地建设项目	9,734.35	16.40%	7.65	6	（两个轮伐期累计）54,812.96	（两个轮伐期累计）22,302.13
广西丰林木业集团股份有限公司5万m³/a 单板层积材项目	7,020.99	26.86%	4.91	1	17,233.33	1,614.60
广西百色丰林人造板有限公司5 万m³/a 单板层积材项目	6,438.07	27.38%	4.89	1	17,233.33	1,508.23
募投项目合计	**32,226.74**					

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

盈利预测及投资建议。我们预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 0.51 元、0.58 元和 0.80 元，给予 25-28 倍的 PE 估值，合理的价格区间为 12.75 元－14.28 元。

风险提示：税收优惠政策变化的风险；原材料价格波动的风险。

表 2: 未来三年利润表预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**69871**	**74601**	**83114**	**96111**	**108834**	**154151**
营业成本	55582	58107	66663	75386	85156	119769
营业税金及附加	0	4	3	10	11	15
销售费用	3790	6764	6015	7835	8873	12097
管理费用	3 68	3269	3563	4166	4718	6658
财务费用	668	1134	792	(158)	(295)	(160)
投资收益	0	46	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	439	598	195	410	401	335
其他收入	(877)	(1197)	(389)	0	(0)	(0)
营业利润	6223	4770	5883	9282	10773	16107
营业外净收支	2228	2970	4978	3000	3000	3000
利润总额	**8451**	**7739**	**10860**	**12282**	**13773**	**19107**
所得税费用	193	417	(430)	318	357	495
少数股东损益	2253	244	0	(55)	(75)	(95)
归属于母公司净利润	**6005**	**7078**	**11290**	**12019**	**13492**	**18707**

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所预测

作者简介

李臣燕：农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010 年 2 月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京　东海证券研究所	上海　东海证券研究所
中国　北京　100089	中国　上海　200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：（8610）　66216231	电话：（8621）　50586660
传真：（8610）　59707100	传真：（8621）　50819897