

森林资源稀缺 育伐销一体经营

——福建金森（002679）新股定价报告

2011 年 5 月 23 日

建议申购

福建金森

新股定价

摘要:

- **青山绿水永续经营的森林育伐销一体化企业。**公司主要从事森林培育营造，森林保有管护和木材生产销售，通过自行造林苗育苗，在迹地、荒山上植树造林，并在国家采伐限额和年合理采伐量内采伐木材、采集松脂和销售林产品。
- **供给稀缺但需求旺盛的国家扶持行业。**我国木材进口量占 40%以上，国内商品材供应约 2 亿立方米，供需缺口在 1.5 亿立方米左右，供需矛盾十分突出。我国对森林采伐生产和保护有一系列政策，在采伐生产上主要坚持用材林的消耗量低于生长量的原则。
- **公司竞争优势明显 发展前景广阔。**公司地处森林资源充沛区 蓄积量和用材林比例远高平均值；公司作为国有林场享受得天独厚的扩张优势；FSC 森林认证和良好的树种结构带动公司林木价格上涨；有效的成本控制和限额采伐制度促进公司盈利持续释放。
- **募投收购林权面积 建设商品材基地。**公司拟以募集资金 2.56 亿元收购 11.67 万亩林权面积，并在此基础上建设公司的商品材基地。我们预计计划采伐+临时追加将保持未来两年公司木材销量在 10 万立方米左右。我们预计木材价格未来将呈上涨趋势，不同品种不同年份单价涨幅略有不同但假设平均涨幅在 10%左右。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2012-14 年每股收益 0.54 元、0.6 元和 0.69 元，按林业板块 25-30 倍 PE 测算则公司价值在 11 元左右。但我们认为目前上市的林业公司大多是林板一体化企业，与公司种植培育采伐森林的主业并不相同，鉴于公司森林资源稀缺且蓄积量是动态增加过程，我们给予公司 30 倍 PE，则对应的公司价值为 13.5 元。我们用绝对估值测算公司合理价值区间在 9.54-13.14 元。综合来看我们认为公司合理价值区间在 11-13.5 元之间。

王昕

执业证书编号：S1480511090001

农林牧渔行业分析师

010-66554015

wangxin@dxzq.net.cn

询价区间

11-13.5

上市首日定价区间

14.4-18

发行上市资料

总股本（万股）	10400
发行量（万股）	3468
发行日期	2012-5-17
发行方式	网下发行+网上申购
保荐机构	红塔证券
预计上市日期	—

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.97
净资产收益率（%）	25.68
资产负债率（%）	45.62

主要股东和持股比例

福建省将乐县林业总公司	97%
将乐县林业科技推广中心	2.73%
福建省将乐县物资总公司	0.27%

财务指标预测

指标	11A	12E	13E
营业收入（百万元）	127.60	157.78	201.46
增长率（%）	15.55%	23.65%	27.69%
净利润（百万元）	46.67	55.65	62.60
增长率（%）	17.2%	19.25%	12.48%
每股收益(元)	0.45	0.54	0.60
净资产收益率（%）	22.76%	19.97%	19.04%
PE	32.79	29.90	26.58

目 录

1. 青山绿水永续经营的森林育伐销企业	3
2. 供给稀缺但需求旺盛的国家扶持行业	4
2.1 我国森林资源稀缺且需求量逐年增大	4
2.2 国家对森林采取保护与采伐并行政策	5
3. 公司竞争优势明显 发展前景广阔	7
3.1 公司地处森林资源充沛区 蓄积量和用材林比例远高于平均值	7
3.2 公司作为国有林场享受得天独厚的扩张优势	7
3.3 FSC 森林认证和良好的树种结构带动公司林木价格上涨	8
3.4 有效的成本控制和限额采伐制度促进公司盈利持续释放	9
4. 募投收购林权面积 建设商品材基地	9
5. 盈利预测与估值	10
6. 风险提示	12

表格目录

表 1：公司主要股东发行前后占比情况	3
表 2：国家关于森林采伐政策的变化及分析	6
表 3：国家关于森林政策的规划和分析	6
表 4：全国、福建和公司林场面积和蓄积量对比	7
表 5：公司募投项目投资额	9
表 6：拟收购林木资产资源情况统计表	9
表 7：公司商品材基地建设规模	10
表 8：公司主营业务收入预测	11
表 9：公司盈利预测	11

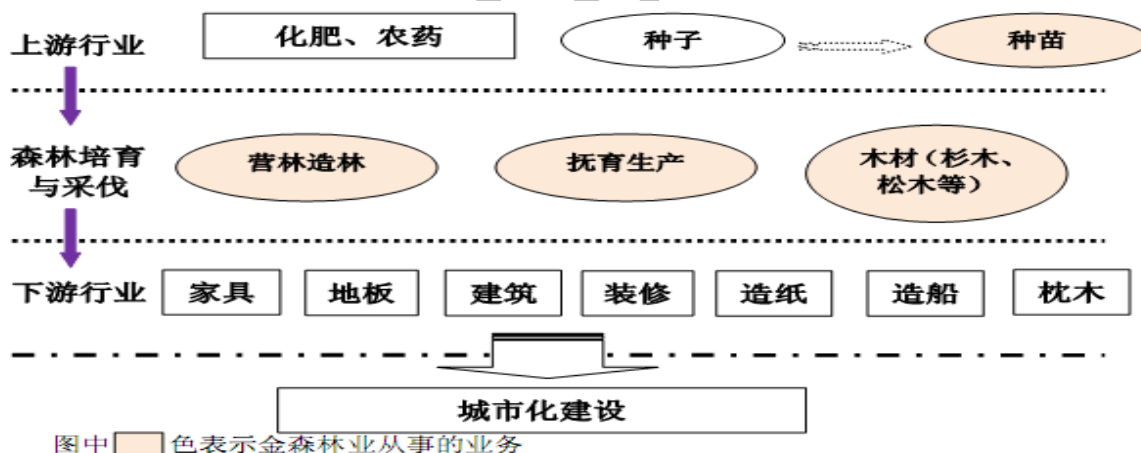
插图目录

图 1：用材林的上下游及公司所从事的业务	3
图 2：公司股本结构	4
图 3：2009-2011 年公司主营产品收入	4
图 4：2011 年公司主营产品收入占比	4
图 5：1973-2008 年我国林地状况和森林覆盖率变化	5
图 6：2000-2010 年我国木材产量变化	5
图 7：2009-2011 年公司主要木材价格	8
图 8：2009-2011 年公司规格杉木和周边地区价格对比	8
图 9：2009-2011 年公司规格松木和周边地区价格对比	8
图 10：2009-2011 年公司规格阔叶木和周边地区价格对比	8

1. 青山绿水永续经营的森林育伐销企业

公司主业为森林培育营造，森林保有管护和木材生产销售，通过自行造林苗育苗，在迹地、荒山上植树造林，进行幼林抚育管理、成林抚育促进、低效林改造、生物多样性保护和地力维持，在国家采伐限额和年合理采伐量内采伐木材，采集松脂，销售林产品。公司经营的森林资源位于福建省（闽北）杉木中心产区，是全国杉木商品材的最重要产区之一，自然条件非常优越、林业十分发达。目前，公司经营的森林资源面积达 44.19 万亩、林木蓄积量 362.07 万立方米，公司已通过 FSC 国际森林认证，具有森林可持续经营认证，FSC-FM/COC 资格，在南方集体林区中，是经 FSC 国际森林认证的用材林蓄积量最大的企业。

图 1：用材林的上下游及公司所从事的业务



资料来源：招股说明书

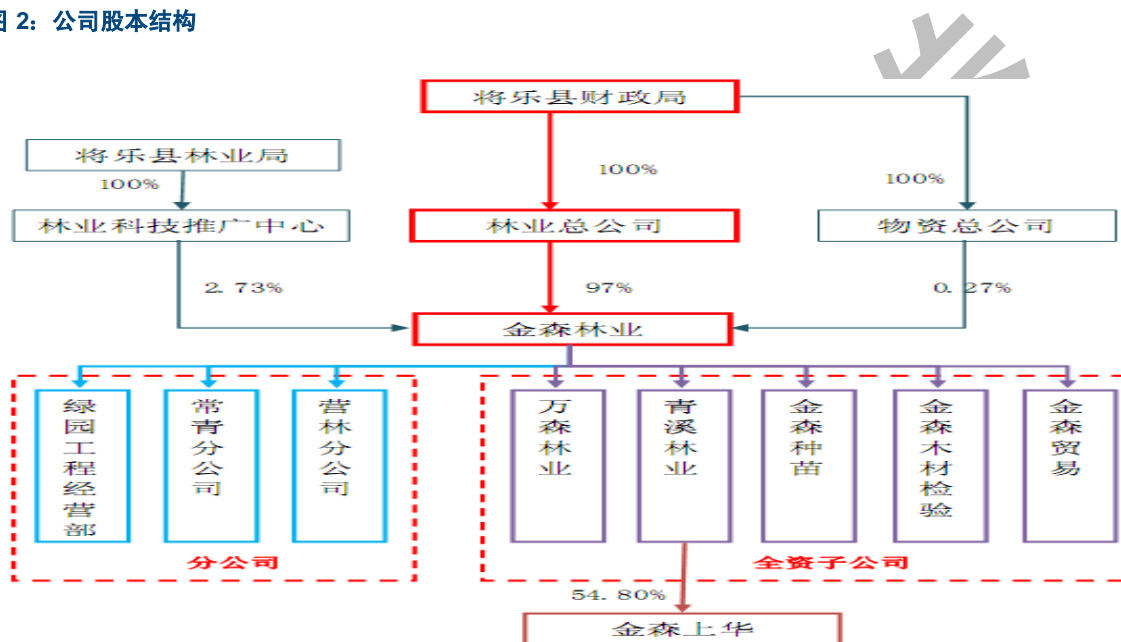
公司的控股股东是林业总公司，其持有公司 10088 万股，占比 97%。公司实际控制人为将乐县财政局，控制 97.27% 的股权。金森林业拥有 3 个分公司，5 个全资子公司和 1 个孙公司。公司发行前总股本 10400 万股，本次发行不超过 3468 万股，占发行后总股本的比例不高于 25.007%，且最终发行股数不低于发行后总股本的 25%，发行后公司总股本将不超过 13868 万股。

表 1：公司主要股东发行前后占比情况

股东/股东类别	发行前(单位：万股)		发行后（假设发行 3468）	
	持股数量	比例	持股数量	比例
林业总公司	10088	97%	9751.604	70.317%
林业科技推广中心	283.92	2.73%	274.4524	1.979%
物资总公司	28.02	0.27%	27.1436	0.196%
全国社会保障基金理事会	-	-	346.8	2.501%
社会公众股	-	-	3468	25.007%
合计	10400	100%		100.00%

资料来源：招股说明书

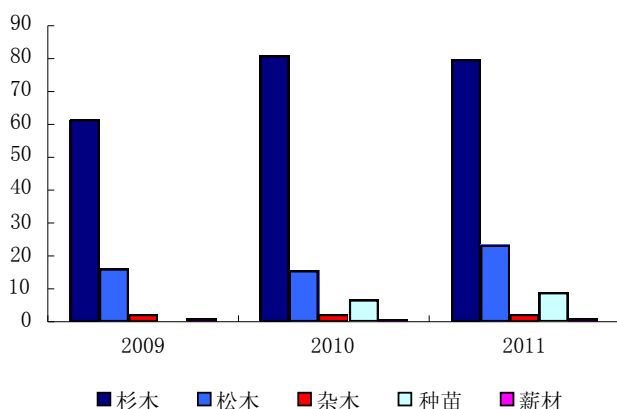
图 2：公司股本结构



资料来源：招股说明书

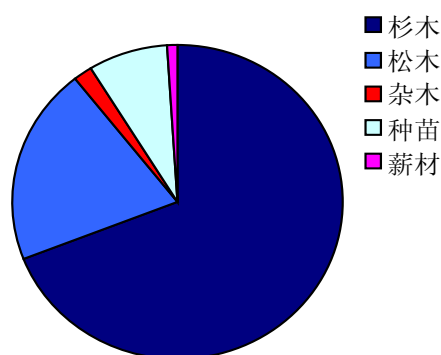
公司作为从事种苗、林木种植，木材采伐与销售以及种苗销售的企业，主营产品为木材和种苗，收入占总体比重均在 90%以上。公司林木产品按树种可分为杉木、松木、杂木以及少量的种苗和薪材。其中杉木收入占比约 70%、松木 20%、种苗 7%左右。

图 3：2009-2011 年公司主营产品收入



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所 单位：百万元

图 4：2011 年公司主营产品收入占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 供给稀缺但需求旺盛的国家扶持行业

2.1 我国森林资源稀缺且需求量逐年增大

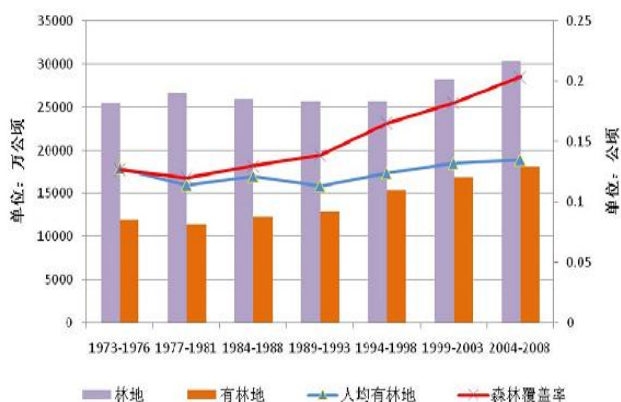
森林是陆地生态系统的基础，也是世界四大基础材料中唯一可再生的，木材木材用途极为广泛，与建筑、铁路、车辆、化工、采矿、船舶、农业等生产有着密切关系，也是人们生活中不可缺少的材料，是人类经济社会发展的基础性资源。

近年来全球森林资源紧缺状况较为严峻，总体呈不断减少的趋势。2010 年全球森林面积略高于 40 亿公顷，覆盖土地总面积 31%，2000 - 2010 年，全球每年有大约 1300 万公顷森林被转作它用或因自然原因而消失，全球每年森林面积的净损失约 520 万公顷。除森林资源不断减少外全球森林分布还呈不均衡特点：欧洲、亚洲和北美洲地区森林占比达 58%；而南美洲和非洲地区森林覆盖占全球比重为 37%。根据国际热带木材组织的数据，全球木材主要消费国为美国、加拿大、中国、瑞典和芬兰，其中美国和加拿大可实现自给自足，**只有中国需要大规模进口木材，中国进口木材占到自身产量的 40%以上，严重依赖外部供应。**

我国是一个森林资源匮乏的国家，森林生态系统整体功能非常脆弱，近 20 多年来，我国的森林状况和森林覆盖率一直呈稳步上升趋势，但距离全球平均水平仍有较大差距。截止 2008 年，我国森林覆盖率仅为 20.36%，是全球平均水平的 2/3，人均森林面积 0.135 公顷，是世界平均水平的 22%，不足世界人均占有量的 1/4；人均森林蓄积 10.151 立方米，是世界平均水平 17.5%。我国是世界上人口最多的国家，也是经济发展最快的国家之一，对木材的需求量十分巨大，而供给又较为有限，国内商品材供应仅能维持 2 亿立方米左右，供需缺口约为 1.5 亿立方米，供需矛盾十分突出。

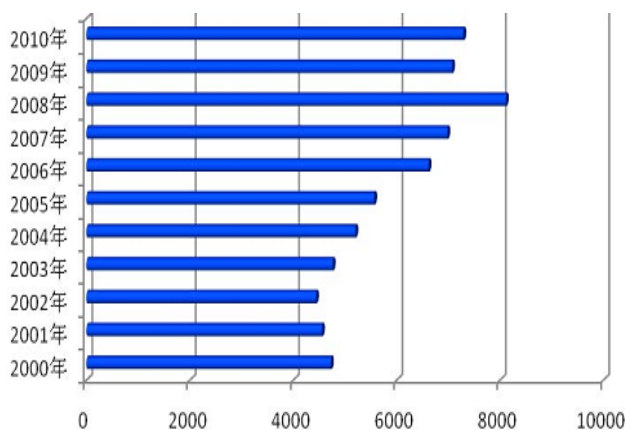
“十五”期间，我国木材消耗量由 2001 年的 1.83 亿立方米增加至 2005 年的 3.82 亿立方米，2009 年达到 4.22 亿立方米，2010 年同比增长 2.34% 达到 4.32 亿立方米；进口的木材类产品折合原木由 0.94 亿立方米增加至 1.55 亿立方米，2009 年达到 1.84 亿立方米。

图 5：1973-2008 年我国林地状况和森林覆盖率变化



资料来源：WSTS, wind, 东兴证券整理

图 6：2000-2010 年我国木材产量变化



资料来源：isuppli, 东兴证券整理 单位：万立方米

2.2 国家对森林采取保护与采伐并行政策

我国对森林采伐生产和保护有一系列政策，在采伐生产上主要坚持用材林的消耗量低于生长量的原则；在保护方面主要是启动“天然林资源保护工程”，对天然林采取严格的采伐量控制，并逐步推广低强度的择伐方式；在地区分布上主要是实施“东扩、西治、南用、北休”的基本分区发展策略。我国目前的森林规划及政策都围绕此前的既定方针政策即“严格保护、积极发展、科学经营和持续利用”，坚持限额控制、分类管理、分区施策，控制公益林和天然林采伐，推进重点工程建设，积极促进由采伐

天然林为主向采伐人工林为主转变，以森林生态系统为经营对象，以可持续经营理论为基础，实施以生态建设为主的林业发展战略。

表 2：国家关于森林采伐政策的变化及分析

政策方向	政策变化	政策分析
采伐管理进一步改革	森林经营方案为基础核定森林采伐限额	在采伐限额制度下的分配机制优化，促进了采伐管理从简单的消耗控制提升到科学的可持续经营管理，减少了行政计划因素，增强了市场化、科学化水平，有利于经营单位的自主经营，长远规划，提高了森林可持续经营能力。涉及该项改革的“十二五”期间的采伐限额已于 2011 年确定并分解下达
	集体林采伐管理改革	简化森林采伐管理环节：非林业用地上的林木，不纳入采伐限额管理；商品林采伐指标可向以后年度结转；森林采伐改为蓄积量单项控制；年度木材生产计划实行备案制
“十二五”期间采伐限额和木材生产计划	“十二五”期间，全国年森林采伐总限额比“十一五”期间增加 2,289.9 万立方米，扣除短轮伐期用材林增加限额后持平；天然林采伐限额减少 846.1 万立方米，人工林增加 3,136.0 万立方米；东北、内蒙古重点国有林区采伐限额减少 958.6 万立方米；长江上游、黄河上中游、海南、新疆（含新疆生产建设兵团）天然林资源保护工程区内，继续停止天然林商品性采伐	
	取消了消耗结构控制（不再分商品材和非商品材控制），实际可用于商品材的限额明显增加，这一情况适用于福建省；全国木材生产计划改为备案制；适当放宽了结余限额的往后结转；集体林采伐按蓄积量单项控制；非规划林地上的林木，不纳入采伐限额管理；严格规范低产低效林改造	
福建省采伐方式的转变	林木主伐采伐方式由皆伐向择伐转变	对作业技术水平较低和森林规模较小的业主影响较为明显
	暂停对天然阔叶林采伐	福建省天然阔叶林在 2011-2013 年间禁伐，该政策对经营天然阔叶林较多的业主和下游需要大量阔叶林材的企业产生较大影响，将导致阔叶林材价格有上升压力，阔叶林活立木价格有下降压力。

资料来源：招股说明书

表 3：国家关于森林政策的规划和分析

政策方向	主要内容	
“十二五”规划及其分析	主要目标包括：森林覆盖率提高到 21.66%，森林蓄积量增加 6 亿立方米	
	林业发展“十二五”规划	到 2015 年，商品材年产量达到 1 亿立方米，森林覆盖率达到 21.66%，森林蓄积量达到 143 亿立方米以上。
	福建省“十二五”林业发展专项规划	到 2015 年，全省森林覆盖率达 65.5%，继续位居全国首位，森林蓄积达 5.22 亿立方米，生态公益林面积稳定在现有的 286.3 万公顷以上；商品材年产量达 650 万立方米。林木采伐管理按照“长大于消、总额控制、分类经营、分类管理”的思路，放活商品林，管严生态公益林，建立“一控、三严、三放”的采伐管理机制。
全国林地保护利用规划纲要（2010-2020）及其分析	2020 年全国森林蓄积量增加到 150 亿立方米以上；以提供生态产品为主体功能兼顾木材等林产品生产的公益林地从第七次全国森林资源清查的 36.2%调整到 2020 年的 56%，以生产木材和其他林产品为主体功能的商品林地从第七次全国森林资源清查的 63.8%调整到 2020 年的 44%；将全国划分为 10 个林地保护利用区域	

国务院《全国主体功能区规划》将我国国土空间分为优化开发区域、重点开发区域、限制开发区域（重点生态功能区）和禁止开发区域，重点生态功能区占全国陆地国土面积的 40.2%；国家禁止开发区域占全国陆地国土面积的 12.5%。《规划》确定的 2020 年目标包括森林覆盖率提高到 23%，森林蓄积量达到 150 亿立方米以上

资料来源：招股说明书

3. 公司竞争优势明显 发展前景广阔

3.1 公司地处森林资源充沛区 蓄积量和用材林比例远高平均值

福建省是全国林业大省，森林覆盖率达 63.10%，居全国第一，也是最早进行集体林权制度改革的省份，政策法规制度的完善建设领先全国。公司所在的将乐县是南方重点林业县，地处武夷山脉东南部，气候属中亚热带季风区，日照充足，气温高且雨量充沛，属福建省丰水区。全县山地丘陵地面积占 89.13%，坡度平缓，山地土壤深厚，适于多种林木生长；森林覆盖率达 83.10%，物种丰富，生态体系完善，是森林防火、防虫、自我生态平衡的重要保障，也是林业苗木产业发展的种质资源。

我国森林实施“东扩、西治、南用、北休”的基本分区发展策略，东南华南低山丘陵区生态承载力强，气温高降水量大，森林生长快，山地低矮易开发利用，人工林多，是用材林的主产区。公司目前经营区属于南方低山丘陵亚区，我国政策明确规定“该区是重要的集体林区，应加大森林资源的合理利用，将该区的森林经营培育成为我国重要的商品林生产基地”。

公司森林总面积和蓄积，以及亩蓄积都显著高于全国和福建省平均水平，公司森林面积分别为全国和福建省国有林场平均规模的 3 倍和 8 倍，森林蓄积量为全国国有林场平均水平的 7 倍和福建省国有林场平均水平的 10 倍，每亩商品林蓄积量为全国平均的 1.75 倍，每亩人工林蓄积量超过全国的 3.5 倍。

表 4：全国、福建和公司林场面积和蓄积量对比

	全国国有林场平均	福建省国有林场平均	公司	公司/全国平均	公司/福建平均
面积	14.98 万亩	5.48 万亩	44.19 万亩	2.95 倍	8.06 倍
蓄积	51.92 万立方米	35.87 万立方米	362.07 万立方米	6.97 倍	10.09 倍

资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

3.2 公司作为国有林场享受得天独厚的扩张优势

公司由国有资本控制，在收购国有林中处于有利地位，主要体现在体制和收购方面：公司商业方式的经营扩张已有 10 多年的成功经验，现有林权超过 2/3 面积初始来自于经营性的商业方式取得，公司整体运作模式较为成熟；公司是国资控股，村集体和农民在对外合作造林时也更信任国有单位；公司林区较大，按照连片原则可收购空间大，收购后规模效益明显，且公司资金实力雄厚，可通过规模化经营实现大量养林滚动开发；公司技术实力强大，集约化经营程度高，收购资源扩张经营效益明显。另外公司是福建省林业产业龙头企业和重要的国有林业采育场，享受龙头企业和国有林场采育场的优惠政策，受到政府和林业部门的重点扶持，得到客户、银行的信任支持，及林业科研单位的长期合作，较易获得采伐限额的追加。

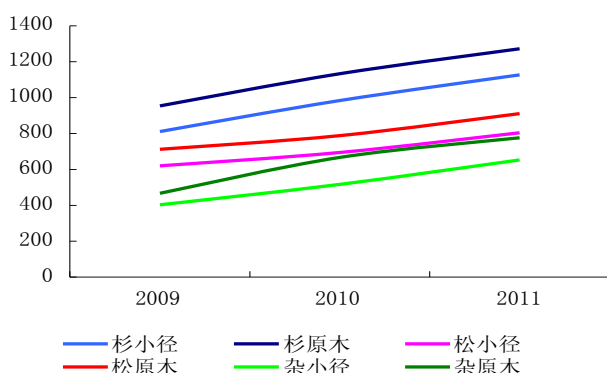
3.3 FSC 森林认证和良好的树种结构带动公司林木价格上涨

FSC 森林认证是目前全球最具影响力的森林认证体系，以保护森林并促进森林的可持续经营，保证所有的木质产品的原材料都来源于经营良好的森林。遵循 FSC 原则和标准，公司的森林可持续经营水平进一步提高，构建更和谐的经营环境，增强了公司的长期竞争力。通过 FSC 森林认证的木材制品，符合消费者环保消费心态，更易进入国际市场、享受关税优惠、绕开绿色贸易壁垒、进入发达国家的政府采购范围，因此享有更高的售价。

商品林是森林产业化商业化经营的基础，公司商品林目前占比约 93.03%；公益林比例仅为 6.97%，而福建省平均为 37.6%，全国平均为 68.08%，这些为公司持续经营提供了基础保障。

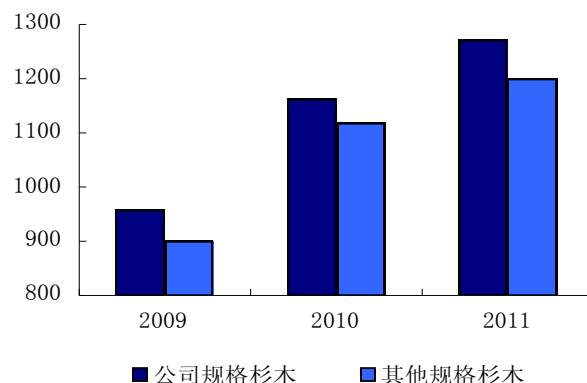
公司林区主要以杉木为主，而杉木价格高于其他树种，同时鉴于公司产品品质优异且出材结构好，公司木材价格显著高于三明及周边地区。我国林地面积有限且林木生长周期长（一般均为数十年），森林资源的稀缺和需求的旺盛造成近年来木材价格持续上涨，我们预计未来随着林地面积扩张难和人力成本的上涨，公司林木价格攀升将是大概率事件。

图 7：2009-2011 年公司主要木材价格



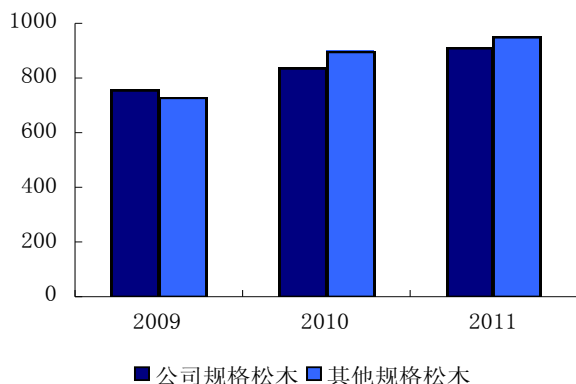
资料来源：WSTS, wind, 东兴证券整理

图 8：2009-2011 年公司规格杉木和周边地区价格对比



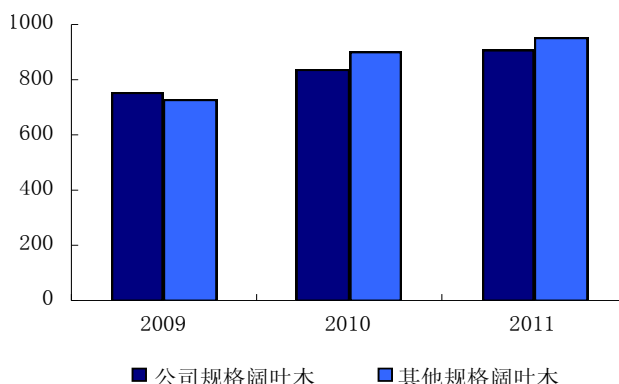
资料来源：isuppli, 东兴证券整理 单位：万立方米

图 9：2009-2011 年公司规格松木和周边地区价格对比



资料来源：WSTS, wind, 东兴证券整理

图 10：2009-2011 年公司规格阔叶木和周边地区价格对比



资料来源：isuppli, 东兴证券整理 单位：万立方米

3.4 有效的成本控制和限额采伐制度促进公司盈利持续释放

由于林木采伐量少于生长量，林木种植企业当年采伐后期末林木蓄积量较年初增加；同时由于采伐销售时结转活立木成本，因此林木种植企业当年采伐后期末活立木存货成本较期初为少，由于活立木持续生长，林木种植企业单位蓄积成本呈长期下降趋势。

另外木材采伐前的活立木具有生长功能，在木材价格下跌时，森林业主可推迟采伐，等待价格回升的同时可以获得更多的林木蓄积量。同时由于消费旺盛、木材紧俏，木材价格即使短期下跌，也比较容易恢复长期上涨趋势。另外因活立木是保持生长状态的，前期价格下跌的损失能够比较容易的通过推迟采伐、提高价格等向下游转移成本。

公司“十二五”期间的年度森林采伐限额和木材生产计划已经确定，公司如用足木材生产计划，可以实现与 2010 年相当的木材产量。采伐量低于生长量，保障了森林“越采越多”，而采伐限额政策呈逐步放活经营、科学化管理趋势，长远看将使规模化经营森林的获利能力逐步释放。

4. 募投收购林权面积 建设商品材基地

公司拟募集资金 25668.71 万元收购林权面积为 11.67 万亩、蓄积量 118.24 万立方米的林木资源资产，并在此基础上建设公司的商品材基地。

表 5：公司募投项目投资额

项目名称	总投资额（万元）	铺底流动资金（万元）	募集资金投资额（万元）
将乐县商品材基地建设林木资源资产并购项目	28225.71	300	25668.71

资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

公司本次拟收购的林权林地位于福建省将乐县的 12 个乡镇，面积约 116667 亩（其中有林地面积 106732 亩）、林木蓄积为 1182379 立方米，林地所在山场的地利条件良好，林分以杉木、马尾松及天然阔叶林为主。

表 6：拟收购林木资产资源情况统计表

	林权面积（亩）	有林面积（亩）	蓄积（M³）
杉木	40902	37820	448106
马尾松	39203	35323	432949
阔叶林	36562	33589	301324
合计	116667	106732	1182379

资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

林木资产收购完成后，公司即进入商品材基地建设阶段。公司将在 2011 年完成林木资产并购，2011-2025 年为商品材基地建设阶段，2025 年公司将完成商品材基地皆伐迹地二代林营造。作为商品材基地，杉木 21 年、马尾松 31 年、阔叶天然林 31 年即可采伐：杉木林和马尾松人工林为 2011 年起分期皆伐，皆伐迹地次年营造杉木速生丰产林（皆伐当年完成营林造林的各项准备工作）；阔叶树占 3 成及以下的马尾松

天然林 2013 年之前达到主伐年龄的推迟到 2014 年后分期皆伐，营造杉木速生丰产林；阔叶树占 4 成及以上的天然林 2014 年后分期择伐，择伐强度不超过 40%，人工促进天然更新。

表 7：公司商品材基地建设规模

项目	林权面积（亩）	有林地面积（亩）	经营方式
杉木林	40902	37820	分期皆伐，营造杉木速丰林
马尾松人工林	12665	12104	分期皆伐，营造杉木速丰林
马尾松天然林	26538	23219	2014 年后分期皆伐，营造杉木速丰林
阔叶天然林	36562	33589	2014 年后分期皆伐，择伐后抚育管理
合计	116667	106732	

资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

此次资源整合后，公司的证载林权面积将由 44.99 万亩增加至 56.66 万亩。假定收购林木资产于 2010 年 12 月 31 日完成，收购完成后立即支付了剩余收购款项 25,668.71 万元，根据公司 2010 年 12 月 31 日的资产负债表，则公司的消耗性生物资产将增加 25668.71 万元，总资产增加 25668.71 万元，资产负债率（合并报告口径）降低至 28.48%，公司财务状况显著改善。

公司商品材基地建成后，可有效整合分散的林木资源，统一管理、统一营林造林、合理规划、科学经营，提高当前集体与个人所属林地的收益，为公司持续发展营造杉木速生丰产林，提高中长期抗风险能力。在 15 年计算期内采伐各类立木蓄积量为 98.96 万立方米，提供各类木材出材为 76.92 万立方米。经济分析结果表明，项目投资利润总额 43913.95 万元，年投资利润率达 10.37%，项目投资内部收益率 10.40%，净现值为 5596.37 万元，静态投资回收期 10.03 年，动态投资回收期 14.43 年，经济效益较好。

5. 盈利预测与估值

“十一五”期间公司年度木材生产计划（蓄积量/出材量）为（12.879/9.65）万立方米，但公司实际获得的木材生产计划由年度计划加临时增加的计划两部分组成因此公司最终实际获得的木材生产计划为：2009 年（14.88/11.15）万立方米、2010 年（16.81/12.60）万立方米、2011 年（15.951/11.1655）万立方米。“十二五”期间，公司年采伐总限额（蓄积量/出材量）为（16.646/11.652）万立方米，年度木材生产计划（蓄积量/出材量）为（14.9814/10.48698）万立方米。公司“十二五”期间年度木材生产计划采伐量为限额的 90%计 14.9814 万立方米，出材量按 70%（出材率）计为 10.48698 万立方米，我们预计计划采伐+临时追加将保持未来两年公司木材销量在 10 万立方米左右。

公司杉木和松木近两年平均价格增速在 15%左右，杂木价格涨幅与杉木基本类似，我们预计木材价格未来将呈上涨趋势，不同品种不同年份单价涨幅略有不同但假设平均涨幅在 10%左右。

表 8：公司主营业务收入预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
杉原木 销量	23591.00	16910.00	18262.80	19175.94	19751.22	20146.24	20549.17
价格	1133.00	1272.00	1424.64	1538.61	1661.70	1794.64	1938.21
收入	26.73	21.51	26.02	29.50	32.82	36.16	39.83
杉小径 销量	54832.00	51866.00	55496.62	58271.45	60019.59	61820.18	63056.59
价格	984.00	1127.00	1273.51	1388.13	1499.18	1619.11	1748.64
收入	53.95	58.45	70.68	80.89	89.98	100.09	110.26
松原木 销量	10047.00	10103.00	10608.15	11456.80	11915.07	12153.38	12396.44
价格	788.00	911.00	1002.10	1102.31	1212.54	1333.80	1467.17
收入	7.92	9.20	10.63	12.63	14.45	16.21	18.19
松小径 销量	11018.00	17741.00	18982.87	19932.01	20729.29	21351.17	21991.71
价格	694.00	804.00	884.40	972.84	1070.12	1177.14	1294.85
收入	7.65	14.26	16.79	19.39	22.18	25.13	28.48
杂原木 销量	1546.00	710.00	724.20	753.17	768.23	783.60	799.27
价格	667.00	776.00	822.56	871.91	924.23	979.68	1038.46
收入	1.03	0.55	0.60	0.66	0.71	0.77	0.83
杂小径 销量	2117.00	2418.00	2490.54	2639.97	2719.17	2773.56	2829.03
价格	517.00	653.00	718.30	790.13	869.14	956.06	1051.66
收入	1.09	1.58	1.79	2.09	2.36	2.65	2.98
其他收入	11.71	20.85	31.28	56.30	78.82	102.47	128.08
总计收入	110.08	126.41	157.78	201.46	241.33	283.48	328.64

资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 1.58 亿元、2.01 亿元和 2.41 亿元，同比增长 23.65%、27.69%和 19.79%；归属母公司净利润为 5565 万元、6260 万元和 7150 万元，同比增长 19.25%、12.48%和 14.23%；每股收益 0.54 元、0.6 元和 0.69 元。目前申万或中信林业板块剔除负债后 12 年公司估值大约 25-30 倍左右，若按此估算（上市后股本增加至 13868 万股，对应 12 年每股收益为 0.4 元）则公司价值在 11 元左右。但我们认为目前上市的林业公司大多是林板一体化企业，与公司种植培育采伐森林的主业并不相同，鉴于公司森林资源稀缺且蓄积量是动态增加过程，我们给予公司 30 倍 PE，则对应的公司价值为 13.5 元。我们用绝对估值测算公司合理价值区间在 9.54-13.14 元。综合绝对估值和相对估值法，我们认为公司的合理价值区间在 11-13.5 元之间。

表 9：公司盈利预测

万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	110.43	127.60	157.78	201.46
(+/-) %	31.58%	15.55%	23.65%	27.69%
经营利润（EBIT）	34.38	39.21	50.10	57.04

(+/-) %	14.06%	27.76%	13.86%	15.26%
净利润	39.83	46.67	55.65	62.60
(+/-) %	25.0%	17.2%	19.25%	12.48%
每股净收益（元）	0.38	0.45	0.54	0.60

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

（1）森林采伐管理变化的风险。2011 年起，公司执行“十二五”期间采伐限额和年度木材生产计划，福建省采伐管理政策做出调整。未来采伐限额、木材生产计划及采伐管理的其他政策可能发生或已经发生变化，可能对公司木材生产量、生产成本和森林经营等方面存在不利影响，导致公司效益下降。

（2）灾害风险。虽然公司承继的营林业务经营历史超过 50 年，但是，灾害具有多样性、突发性和很强的破坏力，森林火灾会蔓延，病虫害会传播，盗伐容易形成不良风气，因此，灾害发生将可能导致公司出现重大资产损失，对公司的正常经营产生不利影响。

分析师简介

王昕

伯明翰大学经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。