

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：邱振国

0755-23930613 qiuzg@ghzq.com.cn

坐享资源优势，静待行业整合

——丰林集团(601996)调研报告

投资要点：

- **广西林业龙头，国内林业强者** 公司综合实力居国内纤维板行业前列，广西纤维板行业第一。公司目前是 IFC 在国内纤维板行业唯一的投资企业，亦是 IFC 在广西的第一个战略合作伙伴。公司纤维板业务收入占主营业务收入的比例达 90%左右，其利润占比约为 80%。目前在广西建设桉树和马尾松等速生丰产林基地 20 多万亩，现已形成“林板一体化”的发展模式。公司在未来 3~5 年内将构造行业整合平台，主要是通过并购达到人造板年产能 150 万立方米左右，进入国内同行业前三强的目标；扩大营林造林业务，建成 50~80 万亩的原料林基地。
- **行业结构过剩加剧，资源决定效率** 纤维板主要用于家具、地板和门板生产，受房地产行业间接影响。目前我国已为纤维板生产和消费第一大国。产能过剩加剧主要表现为结构性过剩，我国目前环保阻燃人造板产量占人造板产量不及发达国家的 10%。木质原料成本占纤维板单位成本的 40%左右，且存在经济运输半径。随着新建产能的投产，木质原料价格大幅上升，纤维板行业进入了“资源决定效率”的时代。行业生产线已达 700 多条，但大多数生产线产能远低于国际纤维板行业公认的最低规模经济效益 10 万立方米/年的标准，部分企业生存已成问题，行业整合渐行渐近。
- **坐享广西资源优势，且看中期成长** 木材战略储备上升为国家战略，广西林木资源得天独厚。广西共有人工林 9525 万亩，经济林 3000 万亩，速丰林 3700 万亩，其中桉树 2800 万亩，均居全国第一位。“十二五”国家下达的采伐限额 3639 万立方米，占全国的 1/7，出材可达 2300 万立方米。因此，我们预计公司能持续以低于市场价获取占单位成本 40%的林木资源。此外，丰林供应链将涉足占单位成本 30%的化工原料，无疑将进一步强化其成本控制能力，也有望成为公司新的增长点。原募投项目 8 万立方米/年阻燃板已更改为 15 万立方米/年特种板项目，其产品附加值更高，百色桉树速生丰产林基地项目的实施则可以进一步强化“林板一体化”模式，公司中期发展值得期待。
- **“经营管理能力”是公司的核心竞争优势** 公司具有先进的产销模式，采取“以客户为中心，以市场为导向”的销售原则，针对不同市场采取不同策略，确保了较高的产销率。公司采用先进的 ERP 管理系统，在行业期间费用不断攀升的背景下，公司期间费用率快速下降，费用控制能力突出。
- **投资建议** 2012-2014 年公司的 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元以及 0.28 元，参照 5 月 30 日收盘价 5.30 元，对应的 PE 分别为 23.57、22.24、18.79 倍。考虑到房地产调控的影响因素尚存不确定性，给予“增持”评级。

| 预测指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元) | 886 | 983 | 1155 | 1476 |
| 增长率(%) | 7% | 11% | 17% | 28% |
| 净利润 (百万元) | 83 | 105 | 115 | 133 |
| 增长率(%) | -26% | 27% | 9% | 15% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.44 | 0.22 | 0.24 | 0.28 |
| ROE(%) | 5.46% | 6.68% | 7.00% | 7.74% |

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 1、公司概况..... | 4 |
| 1.1、广西林业龙头，国内林业强者..... | 4 |
| 1.2、民营机制锻造高效管理团队..... | 5 |
| 1.3、充足的资金实力和稳健的长远规划..... | 6 |
| 2、行业结构过剩加剧，资源决定效率..... | 6 |
| 2.1、上、下游对行业影响分析..... | 6 |
| 2.2、纤维板企业结构性过剩不断加剧..... | 7 |
| 2.3 行业进入“资源决定效率”时代..... | 9 |
| 2.4 行业整合渐行渐近..... | 9 |
| 3、坐享广西资源优势，且看中期成长..... | 9 |
| 3.1、广西林木资源得天独厚..... | 9 |
| 3.2、丰林供应链强化成本控制能力..... | 11 |
| 3.3、募投项目实现中期崛起..... | 11 |
| 4、公司核心竞争优势分析——良好的经营管理能力..... | 11 |
| 4.1、先进的产销模式，确保较高的产销率..... | 11 |
| 4.2 ERP 管理系统造就良好的费用控制能力..... | 12 |
| 5、盈利预测..... | 14 |
| 6、相对估值与绝对估值..... | 14 |
| 6.1、相对估值..... | 14 |
| 6.2、绝对估值..... | 16 |
| 7、风险提示..... | 17 |
| 8、相关报告..... | 17 |

| | |
|--|----|
| 图 1、2011 年公司营业收入构成..... | 4 |
| 图 2、2011 年公司营业利润构成..... | 4 |
| 图 3、丰林集团纤维板营收及其占比(单位:百万元,%)..... | 4 |
| 图 4、丰林集团纤维板利润及其占比(单位:百万元,%)..... | 5 |
| 图 5、公司股权结构图..... | 5 |
| 图 6、上、下游行业之间的关联..... | 6 |
| 图 7、纤维板用于各行业的比例..... | 7 |
| 图 8、我国 2000-2011 年纤维板产量(单位:万立方)..... | 8 |
| 图 9、我国 2000-2011 年纤维板产销量(单位:万立方)..... | 8 |
| 图 10、我国 2002-2011 年我国原木进口量及增长(单位:万立方,%)..... | 10 |
| 图 11、主要年份广西林木采伐量及增长(单位:万立方,%)..... | 11 |
| 图 12、丰林集团纤维板产销量及产销率(单位:万立方米,%)..... | 12 |
| 图 13、公司资产负债率(整体法)(单位:%)..... | 13 |
| 图 14、公司净资产收益率-加权(算术平均)(单位:%)..... | 13 |
| 图 15、公司流动比率(整体法)..... | 13 |
| 图 16、公司速动比率(整体法)..... | 13 |
| 图 17、林木及加工行业长期享有估值溢价..... | 15 |
| 图 18、近三年林木及加工相对于全部 A 股的估值溢价倍数为 1.99..... | 15 |
| 图 19、上市以来公司估值水平变化情况..... | 16 |
| 图 20、上市以来公司的估值溢价率变化情况..... | 16 |
| 图 21、FCFF 估值..... | 17 |
| | |
| 表 1、丰林集团期间费用率与行业比较..... | 13 |
| 表 2、公司盈利预测..... | 18 |
| 表 3、财务预测与估值..... | 19 |

1、公司概况

1.1、广西林业龙头，国内林业强者

公司系广西林业企业龙头。公司综合实力居国内纤维板行业前列，广西纤维板行业第一，是广西壮族自治区人民政府认定的“第一批林业产业化龙头企业”和“2008年度农业产业化十大龙头企业林业产业化支柱企业”、“2009年度农业产业化十大龙头企业”中唯一的林业企业、“国家高新技术企业”。公司目前是 IFC 在国内纤维板行业内唯一的投资企业，亦是 IFC 在广西的第一个战略合作伙伴。

“林板一体化”的行业强者。公司的主营业务为生产和销售中（高）密度纤维板、胶合板以及营林造林业务，主要产品为多种不同规格的中（高）密度纤维板。2011年公司纤维板业务收入占主营业务收入的比例达 89%，其利润占比约为 86%。目前公司已在广西建设桉树和马尾松等速生丰产林基地 20 多万亩，现已形成“林板一体化”的发展模式。

图 1、2011 年公司营业收入构成

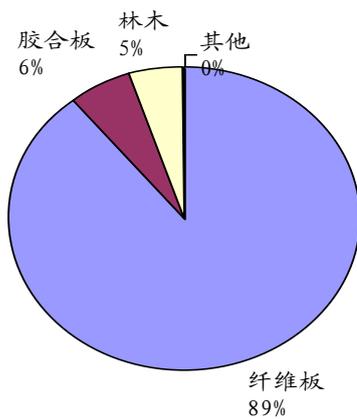
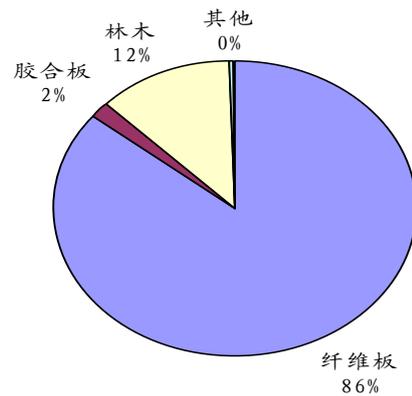


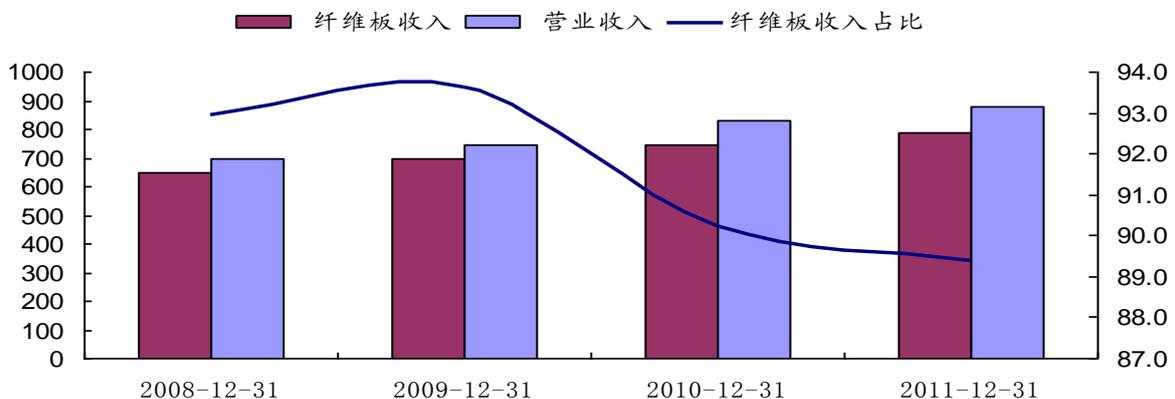
图 2、2011 年公司营业利润构成



资料来源：Wind、国海证券研究所

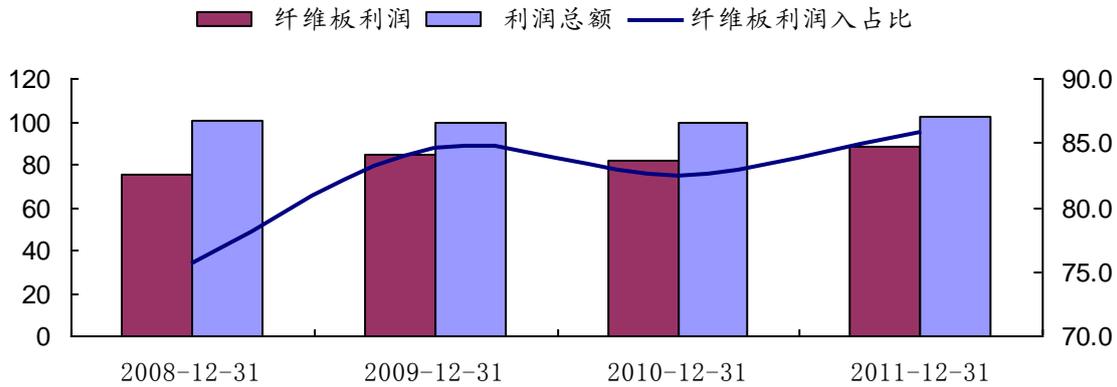
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3、丰林集团纤维板营收及其占比(单位：百万元，%)



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4、丰林集团纤维板利润及其占比(单位:百万元,%)

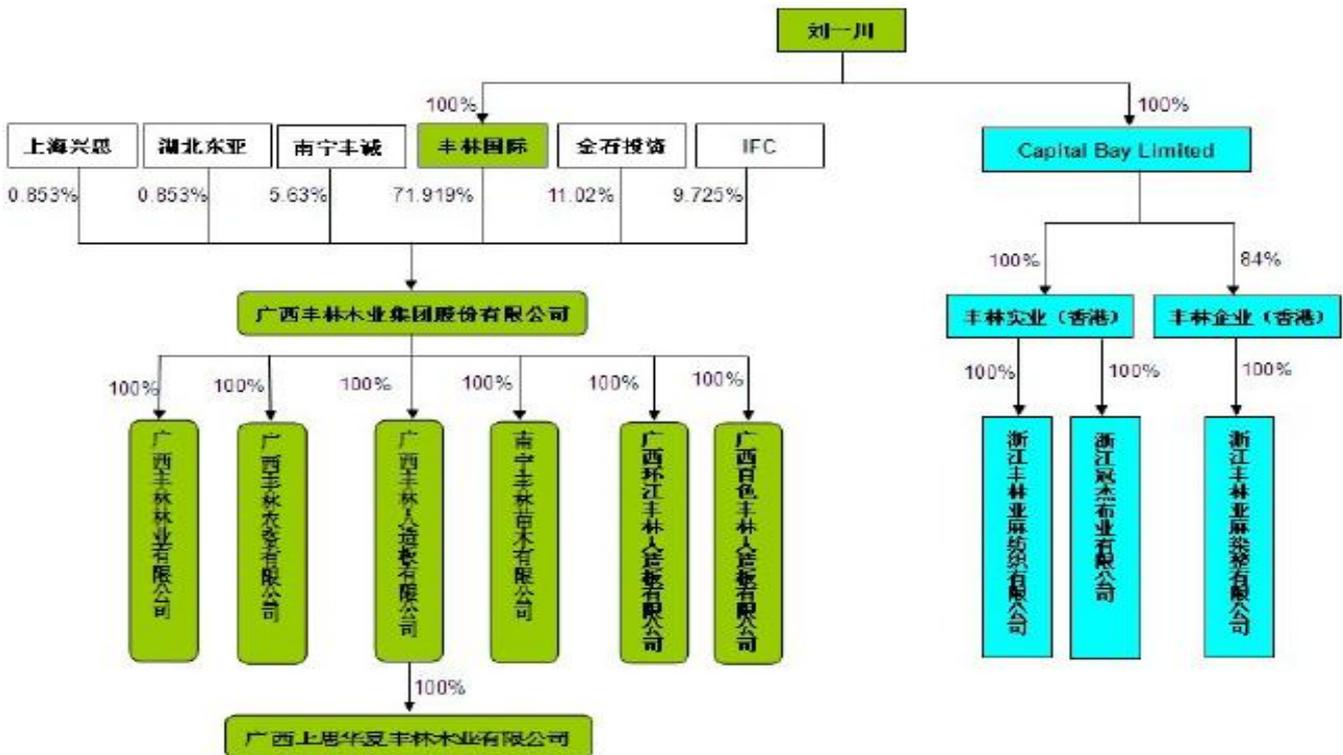


资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、民营机制锻造高效管理团队

公司民营机制相对灵活,高度重视经营管理团队的建设。近几年公司加大引进人才的力度,在业内知名企业(如大亚科技、福人集团、吉象集团等)引进了大量人才,逐渐形成了以行业权威专家王高峰总经理为核心的高效管理团队。该团队经营管理能力强,善长技术创新和工艺流程再造等,使得经营状况持续向好,成为业内强者。

图 5、公司股权结构图



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

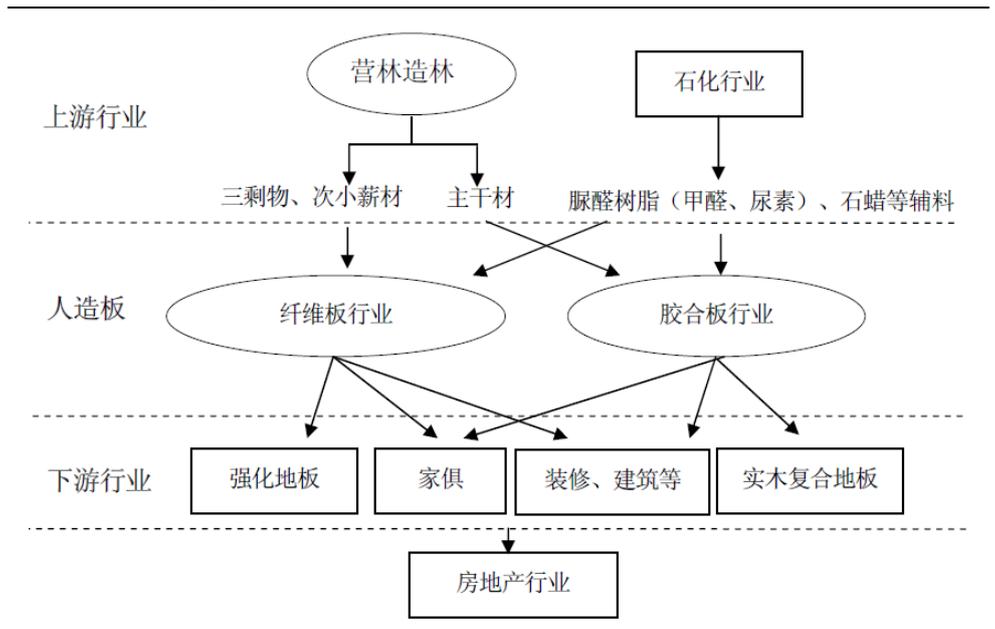
1.3、充足的资金实力和稳健的长远规划

公司 2011 年报提出在未来 3~5 年内，公司将构造行业整合平台，主要是通过并购达到人造板年产能 150 万立方米左右，进入国内同行业前三强；扩大营林造林业务，建成 50~80 万亩的原料林基地，强化“林板一体化”模式。这充分体现出公司对并购扩展的信心。多年来，公司一直保持较低的资产负债结构，目前仍手握现金 7.8 亿，作为业内为数不多的上市公司，还可以借助资本市场获取大额资金，我们认为其规划操作性较强。

2、行业结构过剩加剧，资源决定效率

2.1、上、下游对行业影响分析

图 6、上、下游行业之间的关联



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

纤维板是用木材或植物纤维作主要原料，经机械分离成单体纤维，加入添加剂制成板坯，通过热压或胶粘剂组合成的人造板。

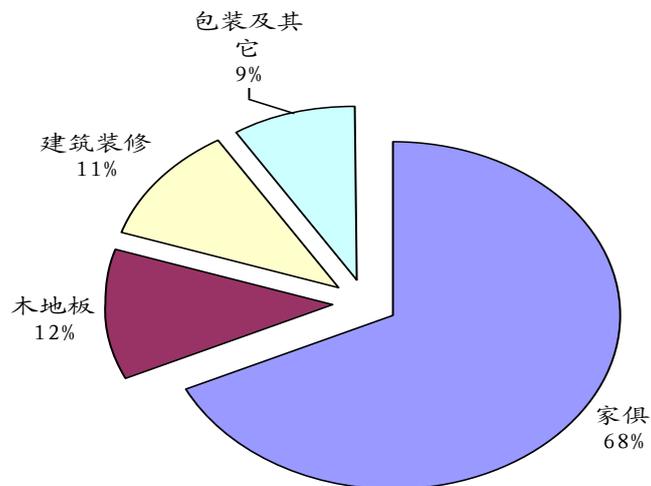
林业对纤维板行业的影响。目前我国的纤维板主要原料为林区三剩物、次小薪材。纤维板行业对木质原料的稳定供应依赖性大，木质原料成本约占生产成本的 40%，且存在着经济运输半径，其价格受区域需求的影响较大。

石化行业对纤维板行业的影响。纤维板生产主要化工原料为脲醛树脂以及施胶过程中添加的固化剂、防水剂等化工辅助原料。脲醛树脂以尿素及甲醛为主要原料，其成本约占纤维板生产成本的 30%。甲醛系胶粘剂是甲醛最主要的下游产品，

约占甲醛总消费量的 80%。甲醛的生产原料主要为甲醇，其价格与石油、天然气和煤等化石能源的价格高度相关。尿素供应季节性强，受国家政策影响较大。综上，石化行业价格的波动必然对纤维板行业产生较大影响。

纤维板主要用于家具生产，受房地产行业间接影响。目前纤维板用于家具、木地板、建筑装修及包装行业，其中用于家具行业比例高达 68%。而家具、木地板、建筑装修均受房地产行业的影响较大，故纤维板容易受房地产行业的间接影响。目前，我国房地产行业受政策调控影响，成交量低迷，但国家保障房建设的大力推进，可以抵消部分不良影响。

图 7、纤维板用于各行业的比例

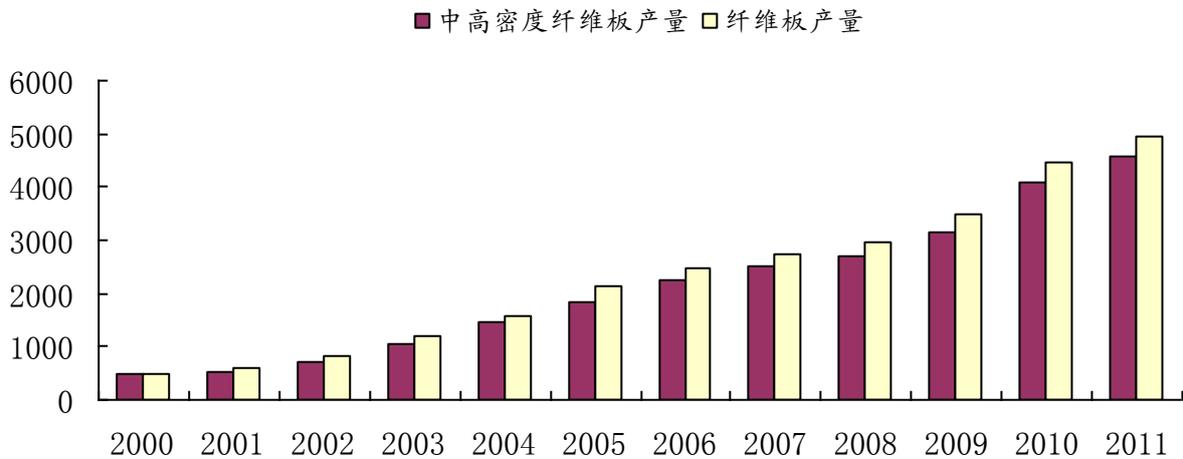


资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

2.2、纤维板企业结构性过剩不断加剧

我国已为纤维板生产和消费第一大国。因为中、高密度纤维板具有优良的物理力学性能、装饰性能和加工性能，应用领域不断扩大，近年来呈现高速发展态势。进入 21 世纪以来，我国中密度纤维板产能急剧扩张，中国已发展成为世界中、高密度纤维板生产的第一大国。随着我国纤维板生产能力快速提升，目前，我国已发展成为世界纤维板生产和消费第一大国，且已成为世界上纤维板增长最快的国家，从纤维板的进口大国逐步转变为出口大国。

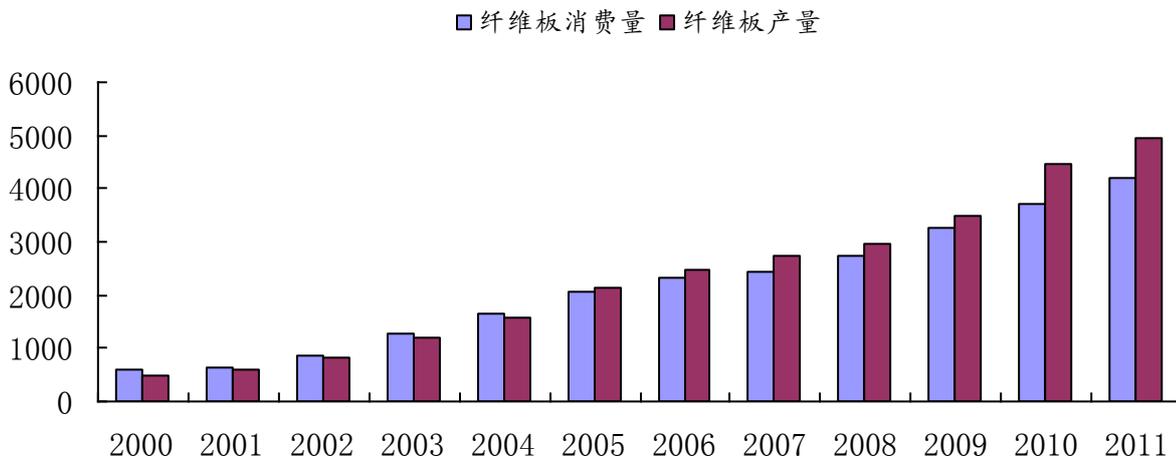
图 8、我国 2000-2011 年纤维板产量(单位: 万立方)



资料来源: Wind、国海证券研究所

产能过剩加剧主要表现为结构性过剩:十五期间,我国纤维板行业产能相对较低,主要表现为供不应求。“十一五”期间,伴随着房地产行业的成长,纤维产能快速扩展,开始出现产能过剩。2010年后,大量新建产能开始释放,过剩加剧。据统计,今年1-2月全国累计生产纤维板661.4万立方米,同比增长21.8%。但目前我国的纤维板同质化严重,产品创新不足。目前,市场上存在着大量甲醛释放量不达标的产品,而E0级纤维板产量较小。随着市场对环保阻燃人造板需求及国家强制标准实施下,阻燃家具、阻燃木质材料的社会需求快速增长,阻燃纤维板、E0级环保纤维板、防潮纤维板等产品的需求将不断增加。目前北美、欧洲、日本等发达国家其环保阻燃人造板产量占人造板产量的高达10~20%,而我国仍不到2%.

图 9、我国 2000-2011 年纤维板产销量(单位: 万立方)



资料来源: 网络资料、国海证券研究所

2.3 行业进入“资源决定效率”时代

由于纤维板行业是典型的资源依赖型产业，木质原料占成本的 40%左右，且存在经济运输半径。随着 2010 年以来大量新建产能的投放，主要生产材料林木已供不应求，市场开始抢收林木材料，并直接推高了价格。林木资源虽然可以再生，但以目前最快的速生桉生产周期来算(不考虑树种的适应性问题)，也需要 5-6 年的培育时间。因此，我们认为纤维板行业进入了“资源决定效率”的时代，且这种局势短期难于改变。

2.4 行业整合渐行渐近

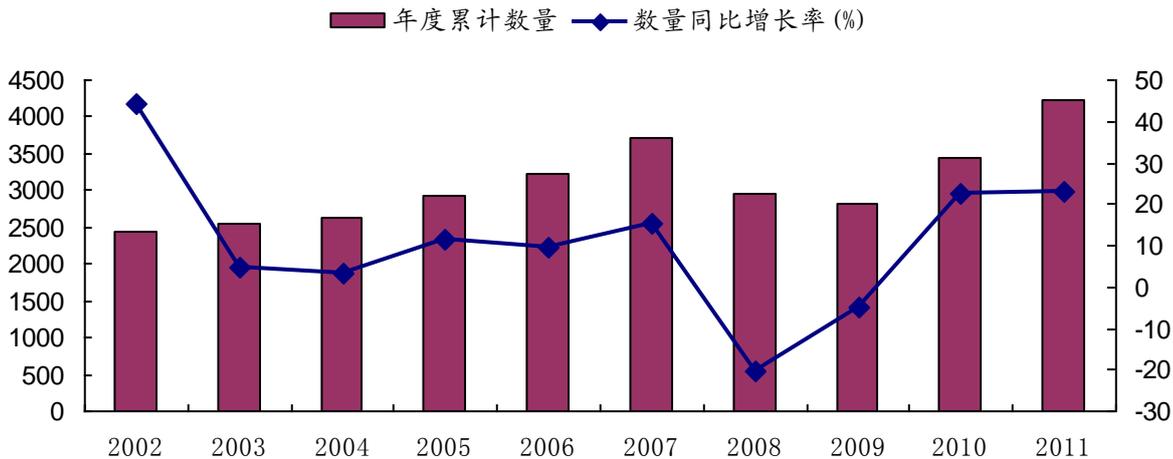
目前全国已投产的 700 多条生产线总产能已达 5100 万立方米，除最近几年新建生产线外，不少生产线产能小于 5 万立方米，远低于国际纤维板行业公认的最低规模经济效益 10 万立方米/年的标准。国家发改委颁布的《产业结构调整指导目录（2005 年本）》已将单线产能在 5 万 m³/年以下的纤维板生产线列为“限制类”建设项目，再加上材料价格上升对利润的挤压，部分企业生存已成问题。行业整合渐行渐近。

3、坐享广西资源优势，且看中期成长

3.1、广西林木资源得天独厚

木材战略储备上升为国家战略。目前，木材及其制品已成为仅次于石油、钢铁的第三大进口用汇产品。全球金融危机过后，我国原木进口量快速回升，并创历史新高高达 4233 万立方米，我国林产品对外依存度超过 40%并持续攀升。我国现已成为木材消费大国和进口大国，原木进口占世界出口市场比重达 1/4，热带材进口占世界出口市场 1/2。据统计，2010 年我国的商品材需求量达到 3.3 亿立方米左右，商品材供需缺口约 1.5 亿立方米。为了实现木材的基本自给，解决我国木材供需矛盾，2012 年木材战略储备计划上升为国家战略，并率先在福建、广西等 7 个省区开始实施。

图 10、我国 2002-2011 年我国原木进口量及增长(单位: 万立方, %)

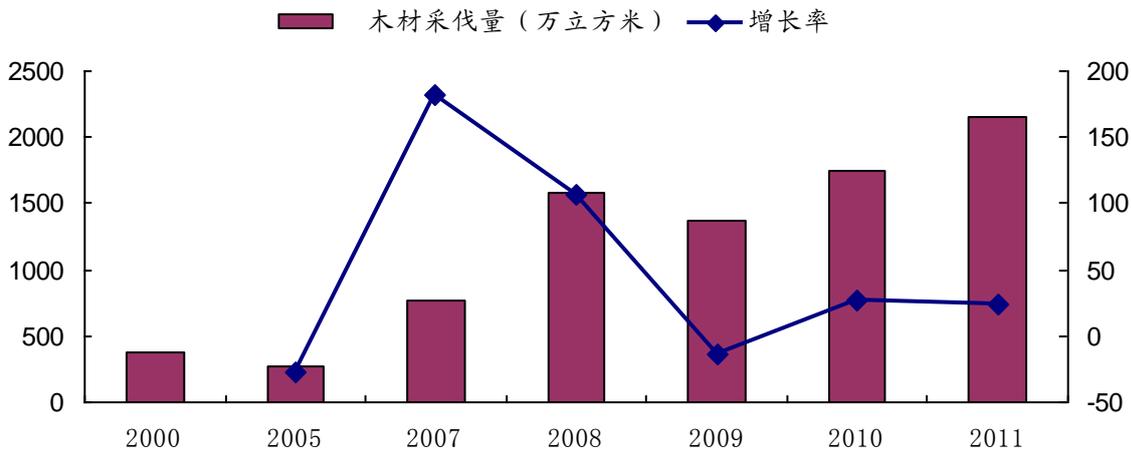


资料来源: 网络资料、国海证券研究所

林木资源得天独厚。广西 75%以上的土地是山区丘陵, 近 64%的土地为林业用地, 2011 年森林面积达 2.06 亿亩, 居全国第六, 森林覆盖率 58%, 居全国第四。广西共有人工林 9525 万亩, 经济林 3000 万亩, 速丰林 3700 万亩, 其中桉树 2800 万亩, 均居全国第一位。广西位于北回归线以南, 适宜种植速生桉树, 其桉树总面积占全国 58%。广西大规模引进桉树已达 30 多年, 桉树的引种改良已达国际先进水平, 建立了亚洲最大的基因库, 选育的品种达 200 多个, 良种使用率达 100%。桉树的生长量全区平均已超过 1m³/年, 有的地块高达 3-5m³/年, “十五”以后, 广西大面积推广种植桉树, 连续十年都以 200 万亩/年的速度增长。由于“生长量”大于“采伐量”, 森林蓄积量预计可从 2010 年 6.02 亿立方米增加到 2015 年约 6.7 亿立方米, 约占“十二五”期间全国森林蓄积量增长目标的 1/8。“十二五”国家下达的采伐限额为 3639 万 m³, 占全国的 1/7, 出材可达 2300 万 m³。

此外, 广西政府高度重视林业发展, 2004 年 6 月率先取消了实行多年的人造板和木制品运输办证的规定, 有力地促进了林业和林产工业的发展。由于原材料市场供应充足, 公司一直保持低于市场价 10-20%的成本获得林木资源。鉴于原材料市场供应有望进一步增加, 我们预计公司能持续以低于市场价获取稳定的林木资源。

图 11、主要年份广西林木采伐量及增长(单位: 万立方, %)



资料来源: 网络资料、国海证券研究所

3.2、丰林供应链强化成本控制能力

化工原料占纤维板成本的比例约为 30%，而且极易受国际市场的影响而大幅波动。今年国际尿素涨幅一度高达 60%，国内价格虽然受政策调控，也达 15%。为了加强对成本的控制，我们预计子公司丰林供应链可能会开拓相关化工产品的贸易，这将大大提高公司的成本控制能力，并可能成为新的利润增长点。

3.3、募投项目实施中期崛起

公司年报及公开资料显示，原募投项目中，除林木项目按计划进行外，其它项目与计划进度均有出入。2 个 LVL 项目尚未开工，而 8 万立方米/年阻燃板已更改为 15 万立方米/年特种板项目。公司阻燃板增长较快，目前产量已达 1 万立方米/年，市场占有率约为 10%，其中毛利率高达 25%左右，远高于普通纤维板。高密刨花板属于差异化产品，是一种高档家具板，其售价比普通家具板高 60-100 元/立方米，其应用范围更广，市场空间更大，特别是在公司的重点市场华东地区，约有 60 万立方米/年的需求，提供稳定、可靠的高密刨花板产品，不仅是市场对公司的要求，而且可以给股东带来更高的回报。广西百色桉树速生丰产林基地项目的实施则可以进一步强化“林板一体化”模式，资源优势更加稳固。

4、公司核心竞争优势分析——良好的经营管理能力

4.1、先进的产销模式，确保较高的产销率

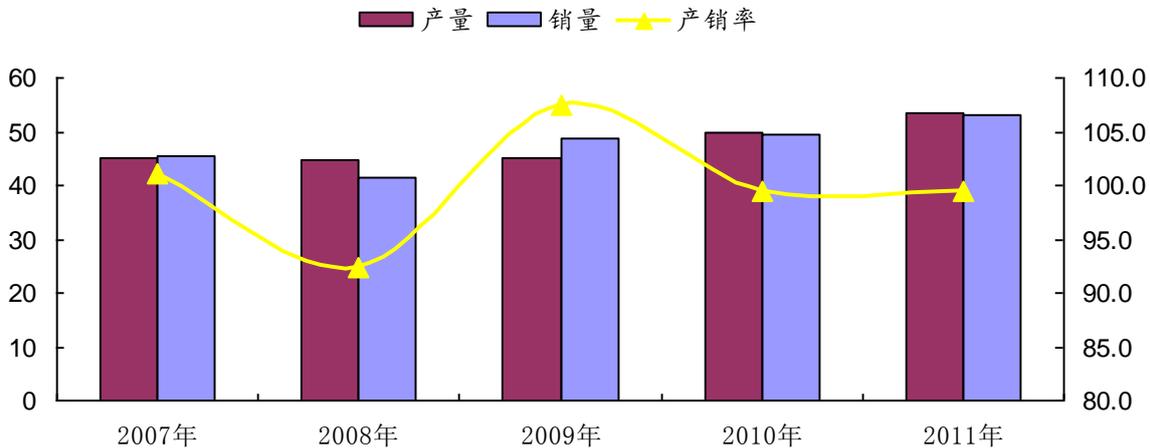
公司总部实行生产计划管理，生产单位根据公司统一下达的月度销售计划组织生产，当月的生产订单根据月度销售订单在前一个月 25 日之前下达，月度生产计

划下达后，由生产单位制定具体的生产计划，并将生产任务落实到责任人。去年公司百色、环江、南宁 3 公司产量均创历史新高，其中百色产能为 25 万立方米/年生产线产量高达 30 万立方米，超过设计产能 20%。

公司采取“以客户为中心，以市场为导向”的销售原则，针对不同市场采取不同策略，建立了广泛的营销网络和较完善的售后服务体系，采用“直销+经销商代理”的方式，确保了较高的产销率。虽然 08 年受金融危机的间接影响导致产销率下降，但 09 年快速回升并消化了库存，此后产销率接近 100%。

直销主要向大客户直接销售地板基材（高密度纤维板）及部分家具板材、门板基材也对大客户直销。公司与大客户建立了长期合作关系，每年与大客户签订框架合同，客户每月下订单，确定下一月的销售价格和数量。**经销商代理**，销商负责相应区域的家具板材、门板基材、建筑装饰板材、包装基材等产品的销售，公司建立了客户管理系统，与重要经销商建立了紧密型长期合作关系。

图 12、丰林集团纤维板产销量及产销率(单位：万立方米，%)



资料来源：Wind、国海证券研究所

4.2 ERP 管理系统造就良好的费用控制能力

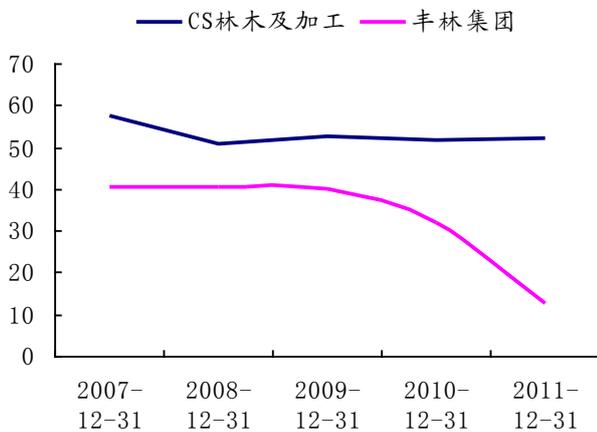
从主要财务数据来看，企业的盈利能力、运营能力、偿债能力都处于良好的状态，好于行业值。公司采用先进的 ERP 管理系统，在行业期间费用不断攀升的背景下，公司期间费用率快速下降。销售费用较低受益于公司增加以出厂价结算的比例(09 年受行业影响曾增加到货价结算比例)，有效规避了行业运费的增长。高效的管理团队，确保了产值增长速度快于管理费用的增长速度。稳健的财务政策，公司以低于行业的资产负债率经营，始终维持着良好的偿债能力，其净资产收益率高出行业均值 5 个百分点左右。

表 1、丰林集团期间费用率与行业比较(单位:百万元,%)

| 时间 | 销售费用率 | | 管理费用率 | | 财务费用率 | | 期间费用率 | |
|------------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|-------|
| | CS 林木及加工 | 丰林集团 |
| 2007-12-31 | 6.52 | 4.42 | 6.21 | 3.29 | 3.79 | 0.99 | 16.52 | 8.70 |
| 2008-12-31 | 6.86 | 5.42 | 6.22 | 4.53 | 4.82 | 0.96 | 17.9 | 10.92 |
| 2009-12-31 | 8.06 | 9.07 | 6.21 | 4.38 | 3.45 | 1.52 | 17.72 | 14.97 |
| 2010-12-31 | 8.16 | 7.24 | 6.86 | 4.29 | 3.82 | 0.95 | 18.84 | 12.48 |
| 2011-12-31 | 7.88 | 5.92 | 7.11 | 4.57 | 4.64 | 0.24 | 19.63 | 10.73 |
| 平均值 | 7.50 | 6.41 | 6.52 | 4.21 | 4.10 | 0.93 | 18.12 | 11.56 |

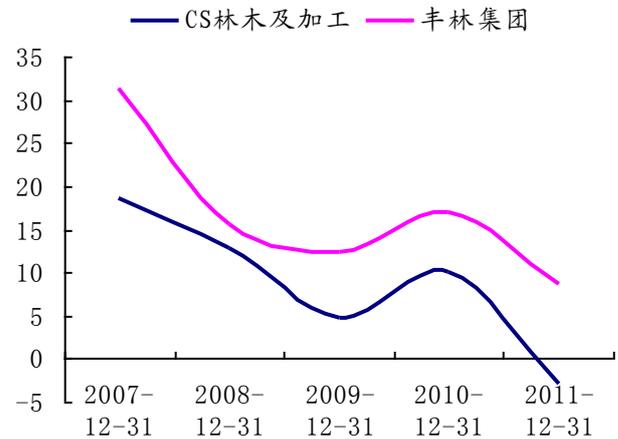
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13、公司资产负债率(整体法)(单位: %)



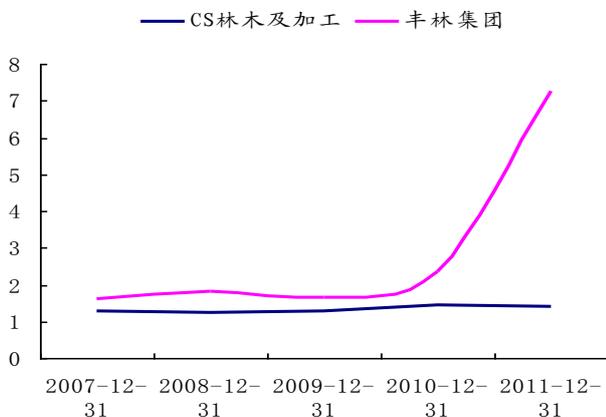
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 14、公司净资产收益率-加权(算术平均)(单位: %)



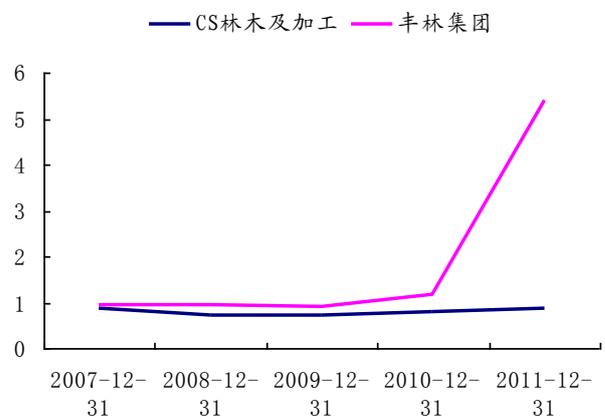
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15、公司流动比率(整体法)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 16、公司速动比率(整体法)



资料来源: Wind、国海证券研究所

5、盈利预测

盈利预测的核心假设条件如下：

- 1) 公司各项业务开展良好，由于目前公司纤维板生产线已满负荷生产，产量增长不大；胶合板产能有提升空间，但胶合板受行业环境影响较大，且占比较小，故对整个业绩影响不大。2009-2010 年干旱天气对林木业务的影响还会持续 2 年，因此林木业务毛利率无法大幅回升。2013 年 15 万立方米/a 特种板项目投产，2014 年达产。
- 2) 丰林供应链近 2 年以为公司供应化工原料为主，公司生产成本进一步得到控制。此后逐步加大贸易量，并形成新的利润贡献点。
- 3) 公司募集资金将降低费用率，毛利率小幅提升。
- 4) 由于并购活动存在较大的不确定性，我们暂不予以考虑。

据此测算，2012-2014 年公司的 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元以及 0.28 元。

(详细请参见附表：财务预测与估值)

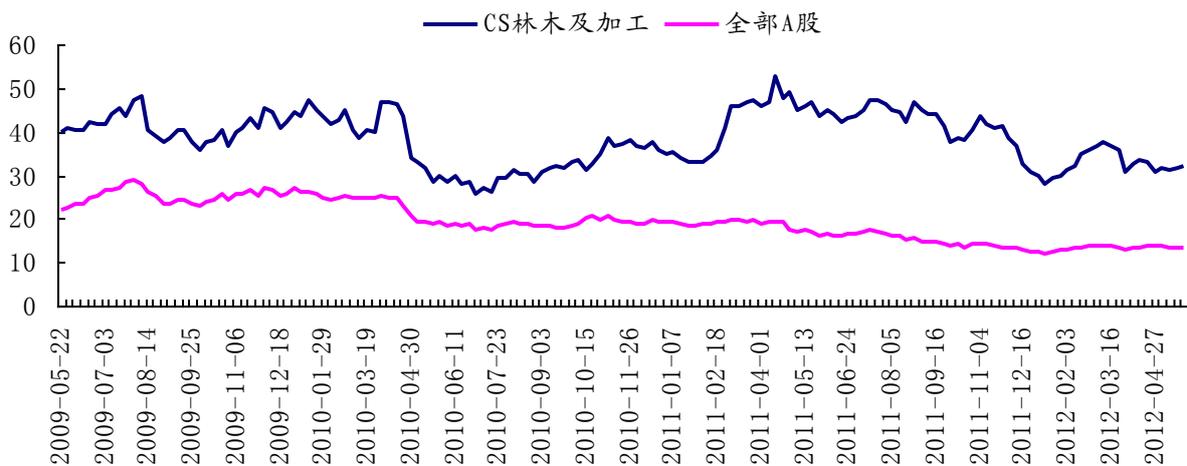
6、相对估值与绝对估值

6.1、相对估值

参照 2012 年 5 月 30 日收盘价 5.30 元，2012-2014 年动态市盈率分别为 23.57、22.24、18.79 倍。考虑到房地产调控的影响因素尚存不确定性，对公司主营业务有间接影响，暂给予公司“增持”评级，但我们认为当前板块及公司估值已趋近合理，理由如下：

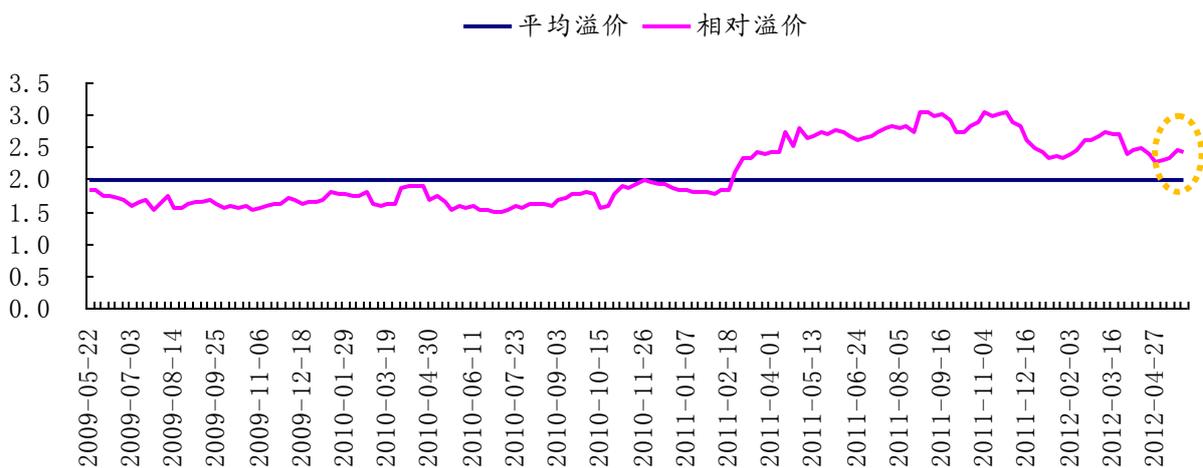
- 1) **公司所在的林木及加工行业长期享有估值溢价** 林木及加工板块相对于全部 A 股长期以来均享有估值溢价，近三年的溢价倍数的均值为 1.99，当前板块溢价倍数为 2.4，略高于历史均值。但我们认为近年出台的森林碳汇等政策，利好整个板块，能支持板块享受比此前更高的估值溢价。

图 17、林木及加工行业长期享有估值溢价



资料来源：Wind、国海证券研究所

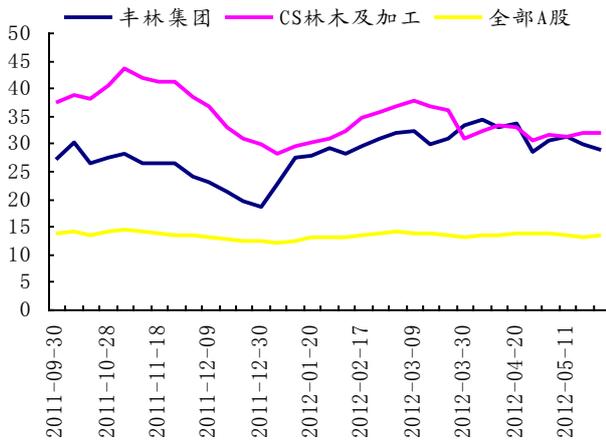
图 18、近三年林木及加工相对于全部 A 股的估值溢价倍数为 1.99



资料来源：Wind、国海证券研究所

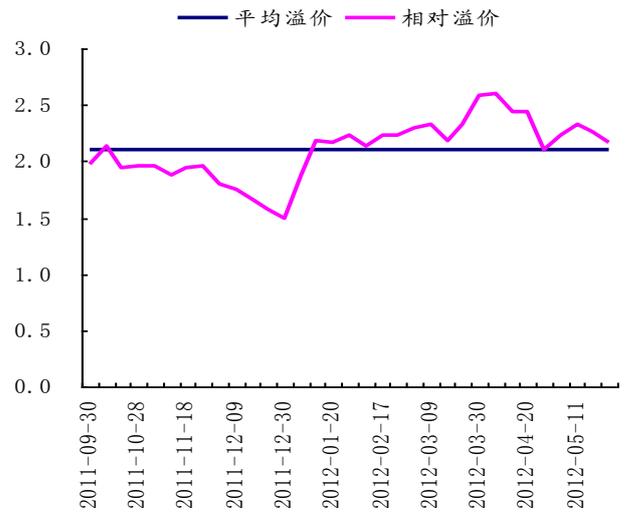
2) 公司当前的估值低于板块均值 公司自 2011 年上市以来估值多数时间低于板块均值，当前公司 28.7 倍的估值接近 4 个月低值，与上市以来 PE 均值 27.2 倍也很接近。相对于全部 A 股，其上市以来的平均溢价为 2.1 倍，目前已接近平均水平。由于公司近几年不断有募投项目投产，且有并购做大主业预期，因此我们认为其中期发展值得期待，目前已具有投资价值。

图 19、上市以来公司估值水平变化情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20、上市以来公司的估值溢价率变化情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

6.2、绝对估值

图 21、FCFF 估值

| FCFF估值模型 | | | | | |
|--------------|---------|-------------|-----------------------------|-------------|---------|
| 测算年度 | 2012 | | | | |
| Assum | | | | | |
| 贝塔β | 0.96 | 股权资本成本Ke | 10.6% | 适用税率 | -0.2% |
| 无风险利率 | 3% | 债务成本Kd | 8.0% | | |
| 市场预期收益率 | 11.00% | 债务比率D/(D+E) | 8% | WACC值 | 10.4% |
| 第一阶段 | | | | | |
| | 2012E | 2013E | 2014E | SubTotal PV | 583.34 |
| EBIT | 53.97 | 68.14 | 95.69 | | |
| 息税后利润NOPLAT | 54.10 | 68.31 | 95.92 | | |
| 折旧与摊销 | 41.81 | 48.14 | 71.32 | | |
| 营业现金毛流量 | 95.91 | 116.44 | 167.24 | | |
| 追加营运资本 | 31.43 | 47.97 | 131.91 | | |
| 资本支出 | -63.22 | -236.89 | -183.20 | | |
| 减值准备 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| FCF | 127.70 | 305.37 | 218.54 | | |
| APV | 127.70 | 276.49 | 179.16 | | |
| 第二阶段 | | | | | |
| 期初FCF | 218.54 | 中期年限 | 7 | SubTotal PV | 1239.03 |
| FCF增长率 | 10.00% | 实际增长率 | -0.40% | | |
| 永续阶段 | | | | | |
| 期初FCF | 425.86 | | | SubTotal PV | 2661.16 |
| FCF增长率 | 3% | 实际增长率 | -6.74% | | |
| Total PV | 4483.53 | | 备注 | | |
| 发行在外股份数 | 468.90 | | 测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值 | | |
| 每股价值 | 9.56 | | 发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股 | | |

资料来源：Wind、国海证券研究所

7、风险提示

- 1) 房地产调控较预期更为严厉，间接影响纤维板业务；
- 2) 遇特大自然灾害，公司林木严重受损，甚至导致林木生产原料价格大幅上升。

8、相关报告

无

表 2、公司盈利预测

| 预测指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 886 | 983 | 1155 | 1476 |
| 增长率(%) | 7% | 11% | 17% | 28% |
| 净利润(百万元) | 83 | 105 | 115 | 133 |
| 增长率(%) | -26% | 27% | 9% | 15% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.44 | 0.22 | 0.24 | 0.28 |
| ROE(%) | 5.46% | 6.68% | 7.00% | 7.74% |

表 3、财务预测与估值

| 证券代码: | 601996.sh | | | | 股票价格: | 5.30 | 投资评级: | 增持 | | 日期: | 2012-5-30 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----|-----------|
| 财务指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 每股指标与估值 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 5% | 7% | 7% | 8% | EPS | 0.44 | 0.22 | 0.24 | 0.28 | | |
| 毛利率 | 17% | 17% | 17% | 18% | BVPS | 8.06 | 3.37 | 3.50 | 3.65 | | |
| 期间费率 | 11% | 10% | 10% | 11% | 估值 | | | | | | |
| 销售净利率 | 9% | 11% | 10% | 9% | P/E | 24.10 | 23.57 | 22.24 | 18.79 | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.32 | 1.57 | 1.52 | 1.45 | | |
| 收入增长率 | 7% | 11% | 17% | 28% | P/S | 2.26 | 2.53 | 2.15 | 1.68 | | |
| 利润增长率 | -26% | 27% | 6% | 18% | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.54 | 0.61 | 0.73 | 营业收入 | 886 | 983 | 1155 | 1476 | | |
| 应收账款周转率 | 4.91 | 5.68 | 5.68 | 5.68 | 营业成本 | 734 | 821 | 959 | 1217 | | |
| 存货周转率 | 2.15 | 2.28 | 2.44 | 2.44 | 营业税金及附加 | 7 | 7 | 9 | 11 | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 52 | 57 | 67 | 86 | | |
| 资产负债率 | 12% | 13% | 14% | 15% | 管理费用 | 40 | 44 | 52 | 67 | | |
| 流动比 | 7.26 | 5.95 | 4.46 | 3.46 | 财务费用 | 2 | (14) | (6) | 1 | | |
| 速动比 | 5.38 | 4.20 | 2.76 | 1.66 | 其他费用/(-收入) | (5) | 0 | 0 | 0 | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 营业利润 | 46 | 68 | 74 | 95 | | |
| 现金及现金等价物 | 781 | 688 | 425 | 188 | 营业外净收支 | 37 | 37 | 37 | 37 | | |
| 应收款项 | 180 | 173 | 203 | 260 | 利润总额 | 83 | 105 | 111 | 132 | | |
| 存货净额 | 341 | 363 | 397 | 504 | 所得税费用 | (0) | (0) | (0) | (0) | | |
| 其他流动资产 | 13 | 12 | 14 | 18 | 净利润 | 83 | 105 | 112 | 132 | | |
| 流动资产合计 | 1316 | 1236 | 1040 | 970 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 固定资产 | 368 | 431 | 568 | 761 | 归属于母公司净利润 | 83 | 105 | 112 | 132 | | |
| 在建工程 | 1 | 101 | 251 | 251 | 现金流量表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | |
| 无形资产及其他 | 50 | 50 | 45 | 40 | 经营活动现金流 | 29 | 108 | 68 | (21) | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 83 | 105 | 112 | 132 | | |
| 资产总计 | 1737 | 1820 | 1905 | 2024 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 短期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 | 折旧摊销 | 50 | 42 | 48 | 61 | | |
| 应付款项 | 120 | 135 | 158 | 200 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 预收帐款 | 4 | 15 | 17 | 22 | 营运资金变动 | (104) | (39) | (92) | (214) | | |
| 其他流动负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | 投资活动现金流 | (59) | (163) | (287) | (193) | | |
| 流动负债合计 | 181 | 208 | 233 | 280 | 资本支出 | 42 | (163) | (287) | (193) | | |
| 长期借款及应付债券 | 30 | 30 | 30 | 30 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 其他长期负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 其他 | (101) | 0 | 0 | 0 | | |
| 长期负债合计 | 33 | 33 | 33 | 33 | 筹资活动现金流 | 605 | (49) | (52) | (61) | | |
| 负债合计 | 214 | 241 | 266 | 313 | 债务融资 | (67) | 0 | 0 | 0 | | |
| 股本 | 189 | 469 | 469 | 469 | 权益融资 | 781 | 0 | 0 | 0 | | |
| 股东权益 | 1523 | 1579 | 1639 | 1710 | 其它 | (108) | (49) | (52) | (61) | | |
| 负债和股东权益总计 | 1737 | 1820 | 1905 | 2023 | 现金净增加额 | 576 | (104) | (271) | (275) | | |

资料来源: Wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。