

## 扩张中的森林富矿

### ——福建金森新股报告

**投资要点** 森林资源的稀缺性在需求和供给的缺口扩大中的价值

#### 投资亮点

##### 1、发展森林业务的区位优势

公司在森林资源分布和采伐限额中占有优越的区位优势。公司林区即处于全国光热水土条件好、森林覆盖率全国第一的福建省，且处于经济发达沿海地区、木材市场产销结合好。国家确定南方集体林区为主要的用材林区，而发展商品林条件最优秀的林区即在公司所处的武夷山系，在国家采伐限额趋紧中将反向获益。

##### 2、不断累积稀缺的森林资源

公司商业方式的经营扩张已有 10 多年的成功经验。公司由国有资本控制，在收购国有林中处于有利地位；小规模业主持续经营森林的意愿较弱，收购森林资源的空间很大，公司规模扩张的机会较好。

##### 3、逐步上涨的林木价格

在需求和供给失衡下，林木的价格一路走高。考虑到国际上木材出口国出于保护本国森林资源的考虑，出口税额处于不断提高中，国内的采伐限额也趋紧，我们认为木材价格稳步上涨是长期趋势。

#### 投资建议

预测公司 2012-2013 年扣除非经常性损益前的每股收益分别为 0.38 元和 0.47 元。考虑其资源价值和稳定增长预期，上市后公司每股内在价值 13 元，对应扣非前 2012、2011 年市盈率分别为 34.2 倍、38.24 倍。

#### 主要业绩指标

指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（万元）	8,392.65	11,043.42	12,760.20	15,312.24	17,609.07
增长率	---	31.58%	15.55%	20.00%	15.00%
净利润（万元）	3,185.52	4,018.01	4,665.73	5,216.50	6,480.58
增长率	---	26.13%	16.12%	11.80%	24.23%
EPS(元)(扣非前)	0.23	0.29	0.34	0.38	0.47

#### 风险提示

后期收购不达预期的风险；林材价格波动风险；政策风险；自然灾害、火灾及病虫害等的风险。

福建金森  
002679

评级 暂无

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

日期

发布时间：2012 年 6 月 6 日

分析时间：2012 年 6 月 4 日

价格

当前市价：12.82

目标价：13

股价表现

森林资源的稀缺性在需求和供给不断增大的缺口中越发突出。

我国木材使用历史悠久，是四大基础材料之一，国内目前自给严重不足。2011年，我国的木材需求量为14375万立方米，其中国内生产7272万立方米，进口7103万立方米，进口依赖度高达49.41%。

截止2008年，我国森林覆盖率仅为20.36%，排在世界第139位，人均森林蓄积量10.151立方米，是世界平均水平的17.5%。近年来，国家对森林保护的意识越发强烈。“十二五”期间，我国森林采伐限额较“十一五”期间明显上升。

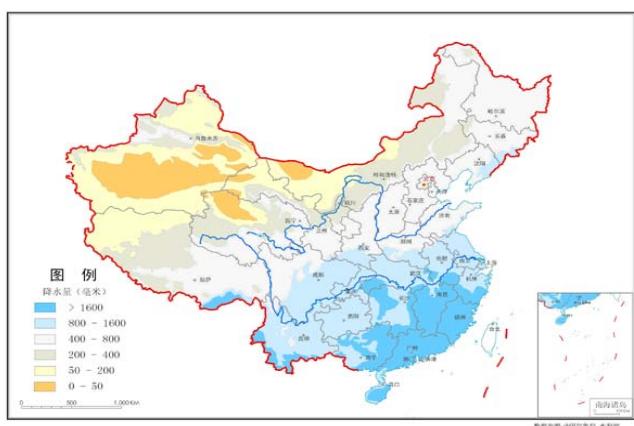
## 一、发展森林业务的区位优势

公司在森林资源分布和采伐限额中占有优越的区位优势。

相同蓄积量的森林，在光热水土条件好的地区，森林生长量更大；相同生长量，在光热水土条件好的地区，采伐量占生长量的比例更高。由此导致光热水土条件好的地区森林培育经济效益存在倍增效应。公司林区即处于全国光热水土条件好、森林覆盖率全国第一的福建省。

为了保持全国森林蓄积量的上升和各地区生态环境的持续改善，国家确定的各地区森林年采伐限额明显低于森林年生长量。我国依据植物生长规律和自然禀赋条件，确定了森林“东扩、西治、南用、北休”的基本分区发展策略，《林业发展“十二五”规划》明确继续依此优化配置林业生产力布局，南方温度高，降水量大，更适于植物快速生长。因此，国家确定南方集体林区为主要的用材林区，而发展商品林条件最优秀的林区即在公司所处的武夷山系。

全国多年平均降水量示意图（《全国主体功能区规划》）：



资料来源：招股说明书

此外，同其他林区相比，公司所在武夷山区的独特优势为唯一处于经济发达沿海地区、林产加工规模大的省份，木材市场产销结合好，运输距离短。福建省林业第二产业产值为 1040 亿元，仅次于广东列居全国第二，其第二产业产值为第一产业的 2.5 倍，而全国仅为 1.2 倍。

## 二、不断累积稀缺的森林资源

公司森林资源的累积分为两类：林木天然生长累积和公司长期扩大林地面积的外购累积。

林木通过自然生长，每年都会实现自然增值，森林的年生长率为 5.54%。同时，森林年采伐限额明显低于森林年生长量，因此，森林采伐限额制度保障了森林“越采越多”。公司现有每单位森林蓄积量的历史成本较低，林区道路密集，防火阻隔带建设健全，成过熟林比重较大，阔叶林珍贵园林绿化观赏大苗储量较多，对未来的生产经营和效益意义深远。截止 2011 年 6 月 30 日，公司的用材林账面价值约 1.96 亿元，根据中企华评报字（2011）第 3307 号，其经评估市场价值为 11.07 亿元。

全国、福建及公司森林数量、木材产量等如下表：

单位：立方米、万亩

	全部森林		商品用材林		人工林		杉木	马尾松	木材产量
	蓄积	面积	蓄积	面积	蓄积	面积	蓄积	蓄积	
全国	137.21 亿	293178.30	42.27 亿	96242.40	19.61 亿	92532.60	7.34 亿	5.88 亿	8089.62 万
福建	4.84 亿	11550.50	2.86 亿	5878.57	1.96 亿	-	-	-	684.57 万
公司	362.07 万	44.19	336.83 万	39.78	169.29 万	22.78	109.11 万	191.07 万	9.97 万

资料来源：招股说明书

同时，公司单位森林蓄积量明显较高：

单位：立方米

	全部森林每亩蓄积	商品用材林每亩蓄积	人工林每亩蓄积
全国	4.68	4.39	2.12
福建	4.21	4.87	-
公司	8.19	8.47	7.43

资料来源：招股说明书

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。公司由国有资本控制，在收购国有林中处于有利地位；林业经营周期很长，村集体和农民在对外合作造林时也更信任国有单位；小规模业主持续经营森林的意愿较弱，收购森林资源的空间很大，公司规模扩张的机会较好。公司林区较大，按照连片原则可收购空间大；公司长期支持农村发展，与农村关系良好，收购资源或合作造林优势明显。

从可采伐限额及公司木材生产计划采伐量变化来看，公司“十二五”期间年森林采伐限额合计为 16.646 万立方米，同十一五相比，木材生产计划明显增加，具体情况如下：

单位：万立方米

按采伐类型	主伐	抚育采伐	更新采伐	其他采伐
	11.557	3.834	0.495	0.760
按森林类别	商品林		公益林（抚育、更新和其他采伐）	
	15.918		0.728	
按森林起源	天然林	人工林	人工林其中：短轮伐期用材林	
	5.366	11.280	-	

资料来源：招股说明书

公司“十一五”期间年度木材采伐限额为18.0076万立方米，按照人工生态林、人工商品林、天然生态林、天然商品林四个类别，分别设置采伐类型和消耗结构（商品材和非商品材），实行蓄积量和出材量双项控制，四个林种限额汇总后如下：

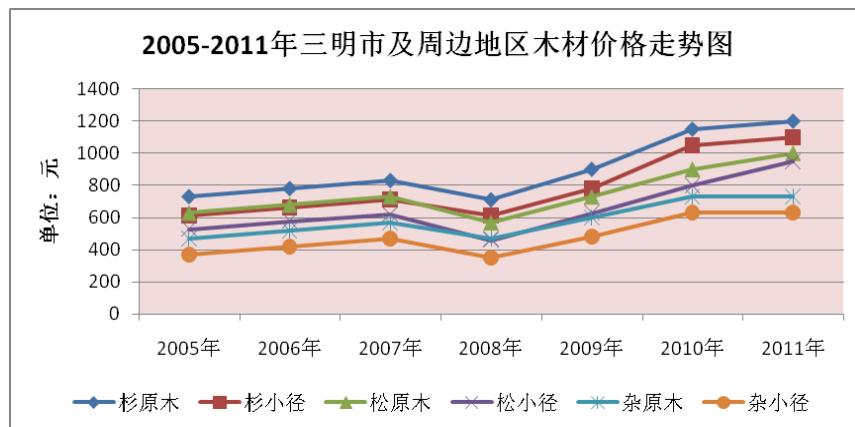
单位：万立方米

按采伐类型	主伐	抚育采伐	更新采伐+低产效林改造+其他采伐	合计
	14.2000	2.0296	0.1744+1.2551+0.3458	18.0076
按消耗结构	商品材		非商品材	
	采伐量 13.7316	出材量 10.2878	4.2760	18.0076
按森林起源	天然林	人工林	人工林其中：商品材 9.4711	
	5.7224	12.2852	人工林商品材其中：工业原料林 3.4864	18.0076

资料来源：招股说明书

### 三、逐步上涨的木材价格

如前所述，在需求和供给失衡下，林木的价格一路走高。2011年全国林业产业总产值（现价）同比增长24.1%，但2011年木材产量较2010年下降10%，可采资源的稀缺瓶颈明显。近年来公司所处市场及公司主要木材产品价格变动图如下：





资料来源：招股说明书

考虑到国际上木材出口国出于保护本国森林资源的考虑，出口税额处于不断提高中，国内的采伐限额也趋紧，我们认为木材价格逐步上涨是长期趋势。

#### 四、销售招投标模式

公司的木材销售采取公开招投标方式进行。招标会均有林业、财政、公安经侦和纪检监察部门等现场监督。公司建设一套完善的电子招投标系统，并已良好运行多年，得到林业部门的推广。销售招投标模式提高了公司的木材价格，防止了腐败和损失，保证了公平、公开、公正效果，增强了公司内控，有利于公司与优质客户的长期合作。

#### 五、长期的森林经营经验

公司林木种植业务经营历史长久，从国有采育场至今已有半世纪，育林、护林等林业经营经验丰富。公司高管大部分是技术业务出身，能够很好地把握市场、政策、技术和管理，技术团队完整，专业性强。同时长期的本地工作经验使他们对当地的林地、林木非常熟悉，与当地农民合作、维系良好关系的经验也很丰富。

公司注重高投入集约化，造林育林投入超过本地林农平均水平1倍。公司森林“三防”系统健全，公司能有效保障森林资产安全。

#### 四、盈利预测及投资建议

基于以上分析，我们对公司盈利预测如下：

项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业收入	8,392.65	11,043.42	12,760.20	15,312.24	17,609.07
减：营业成本	2,206.44	2,378.44	2,988.21	3,585.85	4,123.73
营业税金及附加	1,095.04	997.47	1,109.53	1,275.96	1,403.56
销售费用	247.62	278.01	292.90	351.48	386.63

管理费用	1,652.31	3,002.34	3,555.43	4,622.06	5,084.27
财务费用	645.01	888.30	875.48	700.38	560.31
二、营业利润	2,544.58	3,438.11	3,921.38	4,726.50	5,990.58
三、利润总额	3,188.56	4,025.57	4,786.66	5,226.50	6,490.58
四、净利润	3,185.52	4,018.01	4,665.73	5,216.50	6,480.58
归属于母公司所有者的净利润	3,185.90	3,982.94	4,666.67	5,216.50	6,480.58
五、每股收益：	0.23	0.29	0.34	0.38	0.47

数据来源：公司公告，东海证券研究所

预测公司 2012-2013 年扣除非经常性损益前的每股收益分别为 0.38 元和 0.47 元。考虑其资源价值和稳定增长预期，上市后公司每股内在价值 13 元，对应扣非前 2012、2011 年市盈率分别为 34.2 倍、38.24 倍。

**风险提示：**后期收购不达预期的风险；林才价格波动风险；政策风险；自然灾害、火灾及病虫害等的风险。

## 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

<b>市场指数评级</b>	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%
<b>行业指数评级</b>	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%
<b>公司股票评级</b>	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