

2012年08月15日

林业 II

证券研究报告--公司简评报告

收盘价(元): 10.58

目标价(元): -

福建金森(002679)

低谷期稳健发展 养精蓄锐

调研日期 -

分析日期 2012年08月15日

投资评级: 增持(首评)

行业公司一部 大消费: 李臣燕

执业证书编号: S0630511010002

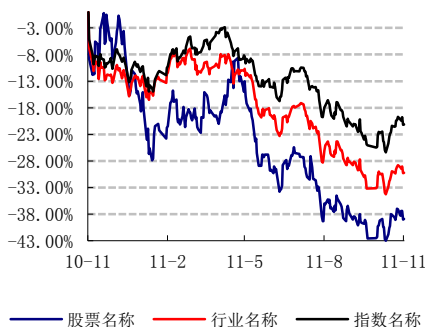
电话: 010-59707102

邮箱: lcy@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	13868.00
流通 A 股/B 股(万股)	3468.00/
	0.00
资产负债率(%)	26.33
每股净资产(元)	4.26
市净率(倍)	2.48
净资产收益率(加权)	6.13
12 个月内最高/最低价	13.99/9.34

股价走势图



相关研究报告

1 《扩张中的森林富矿》，2012.06.05

◎事项:

公司公布 2012 年半年报

◎主要观点:

◆**公司半年度业绩**。实现营业收入 52,917,111.88 元, 同比增长 25.56%; 营业利润 9,444,161.22 元, 同比下降 11.93%; 归属于母公司净利润 12,957,600.77 元, 同比增长 9.31%; 每股收益为 0.12 元, 同比上升 9.09%。

◆**毛利率下降使得量增利难涨**。由于国内经济增长减速, 国际经济持续不景气, 同时国家进口木材增加, 使得数年来持续的木材价格涨势受到压制, 公司销售的原木价格均出现下跌, 只有杂木价格较好。这使得公司林业的毛利率总水平下降 3.38% 至 77.51%。从下游需求来看, 目前建筑、家居、纸业等行业的需求或价格出现疲态, 市场资金紧张, 木材价格承压较大。由于外围和国内的经济形势难以在年底前出现整体好转的迹象, 而国际国内经济形势的不利状态会持续影响木材价格走弱, 我们预计年底前木材价格都将维持弱势。

◆**收购有序展开**。木材价格走低为公司的收购创造了有利条件。在木材价格走弱的情况下, 公司伺机增加低价收购活立木。长期看, 我国森林资源短缺, 木材自给不足, 此举将为公司未来发展创造更大空间。今年上半年公司共收购了 2.8 万亩, 其中募集资金收购面积 1.9 万亩, 公司预计在年底前将完成 11.67 万亩的收购计划。

◆**苗木业务加快发展**。绿化苗木在城镇化进程和环境绿化大趋势下, 发展空间大。对公司而言, 这项业务不减少林木蓄积量, 将可能在公司原有只能平稳发展的引擎外为公司的业务增长提供新的加速引擎, 公司计划推进该项业务的发展。今年上半年苗木业务已呈现加快发展的势头, 新增苗木基地 113 亩至 258 亩, 营业收入达, 同比增加 39%。但毛利率比上年同期下降 24%, 主要原因是为开拓市场, 外购了一部分苗木。

◆**公司盈利的季节性特点使公司业绩将在下半年放量**。公司的生产销售有明显的季节性特征, 公司上半年森林采伐数量明显少于下半年。一般来说, 春夏造林多, 秋冬采伐多。公司一季度利润一般情况下为负数, 上半年利润一般盈利但较少。由于临时增加的采伐限额和生产计划均在第四季度下达, 公司的利润主要体现在第四季度。公司年木材生产计划采伐限额为 10.5 万立方米, 上半年已使用 4.1 万立方米, 剩余 6.4 万立方米, 加上募集资金项目实施增加的 5 万立方米, 下半年公司可采伐销售 11.4 万立方米, 是上半年的 2.78 倍。

◆我们预计 2012-2014 年净利润分别为 0.62、0.73、0.90 亿元, 同比增长 34%、18%、21%, EPS 分别为 0.45、0.53、0.65 元, 对应 PE 为 24、20、16 倍, 给予“增持”评级。

◆**提请注意的事项。**虽然公司获得育林基金返还具有“与正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受”的特征，但基于谨慎原则，公司将获得的育林基金返还计入非经常性损益。这也导致公司扣非后净利润率较低。实际上，我们看到育林基金返还的各级（从国家到县）政策均明确、符合未来政策方向、具有持续性（预期减负力度还将会增大），数额清晰可计算（公司育林基金返还执行“全额上缴、返还 60%”政策），且与主营业务收入密切相关，因此我们认为，在考察公司经常性的赢利能力中，应该把此项包含在内，这样更能够准确全面地反映公司实际盈利能力。

◆**风险提示：**1、木材价格超预期走低；2、国家进一步加大木材的进口数额；3、局部地区强的自然灾害。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(万)	8393	11043	12760	18655	21103	25377
同比增速(%)		31.6%	15.5%	46.2%	13.1%	20.3%
净利润(万)	3186	3983	4667	6241	7373	8953
同比增速(%)		25.0%	17.2%	33.7%	18.1%	21.4%
毛利率(%)	73.7%	78.5%	76.6%	75.7%	77.5%	77.5%
每股盈利(元)	0.31	0.38	0.45	0.45	0.53	0.65
ROE(%)	28%	25%	23%	26%	26%	26%
PE(倍)				23.5	19.9	16.4

附录：三大报表预测值

资产负债表(万元)					利润表(万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	7968	15000	10000	10000	营业收入	12760	18655	21103	25377
应收款项	568	1232	1371	1485	营业成本	2988	4533	4741	5705
存货净额	19696	32347	30760	33023	营业税金及附加	1110	2059	2330	2632
其他流动资产	6784	6192	7816	10438	销售费用	293	653	633	744
流动资产合计	35016	54771	49947	54946	管理费用	3555	5596	5983	7293
固定资产	329	5262	7832	9136	财务费用	875	439	690	648
无形资产及其他	41	39	37	35	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2422	2422	2422	2422	资产减值及公允价值变动	17	27	35	26
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(35)	(0)	(0)	(0)
资产总计	37807	62494	60238	66538	营业利润	3921	5400	6761	8382
短期借款及交易性金融负债	1008	19042	12375	11989	营业外净收支	865	1000	800	800
应付款项	2087	3023	3007	3263	利润总额	4787	6400	7561	9182
其他流动负债	3628	5600	5605	6664	所得税费用	121	160	189	230
流动负债合计	6722	27665	20987	21916	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	10525	10525	10525	10525	归属于母公司净利润	4667	6241	7373	8953
其他长期负债	0	0	0	0	增长率	17.2%	33.7%	18.1%	21.4%
长期负债合计	10525	10525	10525	10525	现金流量表(万元)				
负债合计	17248	38191	31512	32441		2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	56	56	55	54	净利润	4667	6241	7373	8953
股东权益	20503	24248	28671	34043	资产减值准备	(43)	(17)	0	0
负债和股东权益总计	37807	62494	60238	66538	折旧摊销	109	132	557	1053
					公允价值变动损失	(17)	(27)	(35)	(26)
					财务费用	875	439	690	648
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3351)	(9832)	(187)	(3684)
	2011	2012E	2013E	2014E	其它	43	17	(1)	(1)
每股收益	0.45	0.45	0.53	0.65	经营活动现金流	1407	(3487)	7707	6295
每股红利	0.00	0.18	0.21	0.26	资本开支	(119)	(5019)	(3090)	(2328)
每股净资产	1.97	1.75	2.07	2.45	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	37%	33%	35%	35%	投资活动现金流	(119)	(5019)	(3090)	(2328)
ROE	23%	26%	26%	26%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	77%	76%	78%	78%	负债净变化	(1077)	0	0	0
EBIT Margin	38%	31%	35%	36%	支付股利、利息	0	(2496)	(2949)	(3581)
EBITDA Margin	39%	32%	38%	40%	其它融资现金流	1208	18034	(6667)	(386)
收入增长	16%	46%	13%	20%	融资活动现金流	1208	18034	(6667)	(386)
净利润增长	17%	34%	18%	21%	现金净变动	(945)	15538	(9616)	(3967)
资产负债率	46%	61%	52%	49%	货币资金的期初余额	342	7032	(5000)	0
息率	#DIV/0!	1.7%	2.0%	2.4%	货币资金的期末余额	7626	7968	15000	10000
P/E	0.0	23.5	19.9	16.4	企业自由现金流	7968	15000	10000	10000
P/B	0.0	6.1	5.1	4.3	权益自由现金流	1034	(9026)	4544	3845
EV/EBITDA	2.3	35.9	25.1	20.0					

资料来源：Wind，东海证券研究所

分析师简介:

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。

附注:

一、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%

二、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%

三、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%

四、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。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东世纪大道1589号长泰国际金融大厦11楼
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 50586660 转8638
传真: (8621) 50819897
邮编: 200122

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089