

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。绿化苗木在城市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)        | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 利润表(万元)          | 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           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>35016</b> | <b>54771</b> | <b>49947</b> | <b>54946</b> | 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)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>37807</b> | <b>62494</b> | <b>60238</b> | <b>66538</b> | 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         | <b>利润总额</b>      | <b>4787</b>  | <b>6400</b>   | <b>7561</b>   | <b>9182</b>   |
| 其他流动负债           | 3628         | 5600         | 5605         | 6664         | 所得税费用            | 121          | 160           | 189           | 230           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6722</b>  | <b>27665</b> | <b>20987</b> | <b>21916</b> | 少数股东损益           | (1)          | (1)           | (1)           | (1)           |
| 长期借款及应付债券        | 10525        | 10525        | 10525        | 10525        | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>4667</b>  | <b>6241</b>   | <b>7373</b>   | <b>8953</b>   |
| 其他长期负债           | 0            | 0            | 0            | 0            | 增长率              | 17.2%        | 33.7%         | 18.1%         | 21.4%         |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>10525</b> | <b>10525</b> | <b>10525</b> | <b>10525</b> | <b>现金流量表(万元)</b> | <b>2011</b>  | <b>2012E</b>  | <b>2013E</b>  | <b>2014E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>17248</b> | <b>38191</b> | <b>31512</b> | <b>32441</b> | 净利润              | 4667         | 6241          | 7373          | 8953          |
| 少数股东权益           | 56           | 56           | 55           | 54           | 资产减值准备           | (43)         | (17)          | 0             | 0             |
| 股东权益             | 20503        | 24248        | 28671        | 34043        | 折旧摊销             | 109          | 132           | 557           | 1053          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>37807</b> | <b>62494</b> | <b>60238</b> | <b>66538</b> | 公允价值变动损失         | (17)         | (27)          | (35)          | (26)          |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 875          | 439           | 690           | 648           |
|                  |              |              |              |              | 营运资本变动           | (3351)       | (9832)        | (187)         | (3684)        |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2011</b>  | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | 其它               | 43           | 17            | (1)           | (1)           |
| 每股收益             | 0.45         | 0.45         | 0.53         | 0.65         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>1407</b>  | <b>(3487)</b> | <b>7707</b>   | <b>6295</b>   |
| 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%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(119)</b> | <b>(5019)</b> | <b>(3090)</b> | <b>(2328)</b> |
| 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          | <b>1208</b>  | <b>18034</b>  | <b>(6667)</b> | <b>(386)</b>  |
| 收入增长             | 16%          | 46%          | 13%          | 20%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>1208</b>  | <b>18034</b>  | <b>(6667)</b> | <b>(386)</b>  |
| 净利润增长            | 17%          | 34%          | 18%          | 21%          | <b>现金净变动</b>     | (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

北京 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

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