研究所
证券分析师：刘金沪　S0350510120005
0755-83704943　liujh01@ghzq.com.cn
联系人：崔励
0771-5539092　cuil01@ghzq.com.cn

受累房地产，业绩存预期

——丰林集团（601996）中报点评

事件：

事件：8 月 18 日丰林集团公布的半年报显示，公司 1-6 月实现营业收入 4.12 亿元，同比下滑 5%；净利润 3528 万元，同比下降 46%；其中营业利润 721 万，同比下降 82%。EPS 为 0.075 元。

表 1：预测指标

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	886	983	1,138	1,318
增长率(%)	7%	11%	16%	16%
净利润（百万元）	83	79	98	118
增长率(%)	-26%	-5%	24%	20%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.17	0.21	0.25
ROE(%)	5.5%	5.1%	6.3%	7.4%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

评论：

- **受累房地产，成本压力大**　报告期内，人造板业务占公司收入 91.7%（其中纤维板占比 85%），产量、销量分别同比下降 3.9%和 9.6%。据统计，除 9%的纤维板用于包装及其他用途外，其余均应用于家具、建筑装修和木地板。换言之，公司收入与房地产行业的关联程度高达 80%以上。这直接导致报告期内公司营业利润同比骤降 82%，毛利率下滑 7.5 个百分点至 1.7%。公司上半年成本压力的主要来源是化工原料成本同比大幅上升以及公司引进人才造成的人力成本上升，总体幅度约为 30%。由于公司人力成本已于报告期内集中体现，化工原料价格也于年中见顶回落，下半年回归至合理水平将是大概率事件，我们认为公司成本压力已基本得以释放。

- **返利手段见效，确保公司盈利**　由于行业景气度欠佳、春节期间下游工厂停工等因素，公司一季度短暂陷入亏损。为扭转不利局面，公司果断采用积极的返利政策，加大销售力度（产品价格并未因此下降），从而导致报告期内销售费用同比上涨 73%，其中新增的“销售返利”一项数额高达 730 万元，等同于报告期内营业利润。我们认为这是公司应对宏观经济不利因素的短期手段，显示出公司在经营的关键时期抓销售、去库存的坚定决心。快速而有针对性的应对举措使得公司主营业务一季度亏损 796 万元后，上半年最终实现盈利 721 万元。

- 我们认为，公司生产、销售状况基本维持正常，原材料、人工成本的上涨以及下游需求的持续萎靡客观因素将迫使公司继续采取激进的经营策略，一方面加强产品生产过程中的质量监督、坚持走高端路线，另一方面做好下游客户的服务工作、保证销售力度，在行业最艰难的时期力保公司稳定盈利。但是，在下游需求没有显著改善之前，公司主营业务毛利率短期内难以迅速回升。12-14 年业绩预测为 0.17 元、0.21 元和 0.25 元，对应 PE33 倍、26 倍和 22 倍，下调至“中性”评级。

附表：财务预测与估值

证券代码：	601996.sh	股票价格：	5.53	投资评级：	增持	日期：	2012/8/20

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力				
ROE	5%	5%	6%	7%
毛利率	17%	18%	18%	19%
期间费率	11%	10%	10%	10%
销售净利率	9%	8%	9%	9%
成长能力				
收入增长率	7%	11%	16%	16%
利润增长率	-26%	-5%	24%	20%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.56	0.64	0.72
应收账款周转率	4.91	4.91	4.91	4.91
存货周转率	2.15	3.05	3.66	4.06
偿债能力				
资产负债率	12%	12%	13%	13%
流动比	7.26	7.26	7.16	6.70
速动比	5.38	5.81	5.81	5.43

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	781	859	872	874
应收款项	180	200	232	268
存货净额	341	266	256	266
其他流动资产	13	5	(2)	(2)
流动资产合计	**1316**	**1331**	**1357**	**1406**
固定资产	368	351	386	407
在建工程	1	21	(9)	(29)
无形资产及其他	50	50	45	40
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**1737**	**1755**	**1781**	**1826**
短期借款	50	50	50	50
应付款项	120	121	127	146
预收帐款	4	4	5	5
其他流动负债	8	8	8	8
流动负债合计	**181**	**183**	**190**	**210**
长期借款及应付债券	30	30	30	30
其他长期负债	3	3	3	3
长期负债合计	**33**	**33**	**33**	**33**
负债合计	**214**	**216**	**223**	**243**
股本	234	468	468	468
股东权益	1523	1539	1559	1583
负债和股东权益总计	**1737**	**1755**	**1781**	**1826**

每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
EPS	0.35	0.17	0.21	0.25
BVPS	6.49	3.28	3.33	3.38
估值				
P/E	15.60	32.91	26.49	22.03
P/B	0.85	1.68	1.66	1.64
P/S	1.46	2.63	2.28	1.97

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**886**	**983**	**1138**	**1318**
营业成本	734	804	928	1070
营业税金及附加	7	7	8	10
销售费用	52	54	63	73
管理费用	40	40	43	50
财务费用	2	(4)	(4)	(4)
其他费用/（-收入）	(5)	(5)	(5)	(5)
营业利润	**46**	**77**	**96**	**115**
营业外净收支	37	2	2	2
利润总额	**83**	**79**	**98**	**117**
所得税费用	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	83	79	98	118
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**83**	**79**	**98**	**118**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**29**	**182**	**118**	**95**
净利润	83	79	98	118
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	50	42	40	43
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(104)	62	(20)	(66)
投资活动现金流	**(59)**	**14**	**(35)**	**(18)**
资本支出	42	17	(35)	(21)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	**108**	**(63)**	**(78)**	**(94)**
债务融资	(67)	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	241	0	0	0
现金净增加额	**78**	**133**	**5**	**(17)**

资料来源：公司数据、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，除法律规定的情况外，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、展示或以其他任何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%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓　名	固话	手机	邮箱
林　莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓　名	固话	手机	邮箱
郭　强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈　蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹　莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡　超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜　彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓　名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王　帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn